

Tilbudspunkt ved aksjeerverv

Med hovedvekt på vilkårene for tilbudspunktens inntreden

Kandidatnr: 246

Veileder: Mads Krohn

Leveringsfrist: 25. april 2005

Til sammen 14635 ord

25.04.2005

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	TEMAET FOR AVHANDLINGEN.....	1
1.2	RETTSKILDESITUASJONEN.....	2
1.3	AVGRENSNING	3
1.4	DEN VIDERE FREMSTILLING	4
<u>2</u>	<u>HENSYN</u>	<u>6</u>
2.1	HENSYN SOM TALER FOR REGLER OM TILBUDSPLIKT.....	6
2.1.1	KONTROLLSKIFTE	6
2.1.2	LIKEBEHANDLING AV AKSJONÆRENE.....	8
2.1.3	KONTROLLPREMIE	9
2.1.4	TILLIT TIL VERDIPAPIRMARKEDET	10
2.2	HENSYN SOM TALER MOT REGLER OM TILBUDSPLIKT.....	10
2.2.1	BEGRENSNING AV DET FRIE MARKED	10
2.2.2	PÅREGNELIG RISIKO.....	11
2.2.3	SPEKULASJONER I MARKEDET	11
<u>3</u>	<u>GRUNNLEGGENDE VILKÅR.....</u>	<u>12</u>
3.1	HVEM KAN PÅLEGGES TILBUDSPLIKT?	12
3.2	AKSJENE I ET NORSK SELSKAP MÅ VÆRE NOTERT PÅ NORSK BØRS	12
3.2.1	”NORSK SELSKAP”	12
3.2.2	”NOTERT”	14
3.2.3	”AKSJER”	15
<u>4</u>	<u>MAN MÅ ERVERVE MER ENN ”40 PROSENT”</u>	<u>16</u>
4.1	HVORFOR BENYTTET IKKE ALLE AKSJONÆRENE SEG AV STEMMERETTEN?	16
4.1.1	FAKTISKE BEGRENSNINGER AV STEMMERETTEN.....	16
4.1.2	VEDTEKTSBESTEMTE BEGRENSNINGER AV STEMMERETTEN	17
4.2	HVOR STOR ANDEL AV AKSJENE TRENGER MAN FOR Å TA BESLUTNINGER?	18
4.3	GIR DAGENS REGEL DEN NØDVENDIGE BESKYTTELSE?	19

4.3.1	BØR TILBUDSPLIKTEN UTLØSES VED EN LAVERE EIERANDEL ENN 40 PROSENT?	19
4.3.2	BURDE MAN OPERERE MED EN ULIK GRENSE FRA SELSKAP TIL SELSKAP?	20
4.3.3	BURDE TILBUDSPLIKTEN UTLØSES VED EFFEKTIV KONTROLL?	21
4.4	AVVIKENDE GRENSE GJENNOM SELSKAPETS VEDTEKTER.....	22
5	<u>MAN MÅ TILEGNE SEG AKSJENE GJENNOM "ERVERV"</u>	24
5.1	NEDSETTELSE AV AKSJEKAPITALEN.....	24
5.2	FORHØYELSE AV AKSJEKAPITALEN.....	25
5.3	FUSJON OG FISJON.....	27
5.4	INDIREKTE ERVERV.....	28
5.4.1	VPHL. § 4-1 (2) NR. 1.....	28
5.4.2	VPHL. § 4-1 (2) NR. 2.....	30
6	<u>MAN MÅ BLI "EIER" AV AKSJENE</u>	32
6.1	EIERTIDSPUNKTET	32
6.2	OPSJONER	32
6.3	LÅN AV AKSJER.....	33
7	<u>KONSOLIDERING.....</u>	35
7.1	KONSOLIDERING VED SAMARBEID?	35
8	<u>ETTERFØLGENDE ERVERV</u>	39
9	<u>UNNTAK.....</u>	42
9.1	ULIKE ERVERV	42
9.1.1	ERVERV VED ARV ELLER GAVE.....	42
9.1.2	ERVERV VED SKILSMISSE.....	44
9.1.3	FUSJON OG FISJON.....	44
9.1.4	UNNTAKET I VPHL. § 4-2 (3)	46
9.2	ULIKE INSTITUSJONER	46
9.3	AKSJER NOTERT PÅ FLERE BØRSEER	47

<u>10</u>	<u>TILBUDET</u>	<u>49</u>
10.1	FRISTEN.....	49
10.2	HVEM OMFATTES AV TILBUDET	50
10.3	EVENTUELLE FORBEHOLD I TILBUDET	51
10.4	HVILKEN PRIS SOM SKAL TILBYS AKSJONÆRENE	51
10.5	BETALINGSMIDDEL	52
<u>11</u>	<u>KONSEKVENSER AV AT TILBUDSPLIKTEN IKKE OVERHOLDES.....</u>	<u>54</u>
11.1	SALG AV AKSJER.....	54
11.2	SUSPENSJON AV ORGANISATORISKE RETTIGHETER	55
11.3	DAGMULKT	56
<u>12</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>57</u>
12.1	LOVER	57
12.2	LITTERATUR	57
12.3	ELEKTRONISKE DOKUMENTER	58
12.4	FORARBEIDER.....	59
12.5	DIREKTIVER.....	59
12.6	FORSKRIFTER	59
12.7	VEDTAK OG UTTALELSER FRA BØRSEN.....	59

1 Innledning

1.1 Temaet for avhandlingen

Hovedtemaet i denne avhandlingen er en redegjørelse for vilkårene om den tilbudsplikt som kan inntre ved erverv av aksjer i selskaper notert på Oslo børs. Med tilbudsplikt menes en på visse vilkår rettslig forpliktelse for en som erverver kontrollen i et selskap, til å fremsette tilbud om kjøp av samtlige aksjer som eies av selskapets øvrige aksjonærer.¹

Reglene om tilbudsplikt er et rettsområde som aktørene i aksjemarkedet på Oslo børs må kjenne til. Konsekvensene av å unnlate å ta i betraktning reglene om tilbudsplikt, eller ved å ta feil i forståelsen av reglene, vil kunne gi alvorlige følger for erververen. Dette ser vi gjennom for eksempel Orkla sitt oppkjøp av Elkem i januar 2005. Bedriftsforsamlingen i Orkla ble ikke informert om det faktum at oppkjøpet også ville medføre en tilbudsplikt overfor aksjonærene i Elkem sitt datterselskap, SAPA. Utgiftene knyttet til overtakelsen ble således 1,8 mrd høyere enn antatt, noe som var en medvirkende årsak til at daværende konsernsjef Jebsen måtte gå av.

Denne avhandlingen vil rette søkelyset på de norske reglene vedrørende tilbudsplikten. Det er likevel viktig å være klar over at det gjennom flere år har pågått et europeisk samarbeid vedrørende utarbeidelse av et felles regelverk innad i EU. Allerede i 1989 startet arbeidet med det s.k 13. selskapsdirektiv, som skulle danne en felles plattform for regler om overtakelsestilbud. Det viste seg vanskelig å komme til enighet landene imellom, slik at direktivet først trådte i kraft mai 2004.² Slik direktivet til slutt er blitt utformet, inneholder det et krav om at medlemslandene må utvikle et regelverk om

¹ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 246

² 2004/25/EC (EU-direktivet)

tilbudsplikt som skal ivareta visse grunnleggende prinsipper.³ Spesielt viktig er det at direktivet sikrer minoritetsaksjonærene visse minimumsrettigheter, se EU-direktivet artikkel 3. pkt 2 (a). Medlemslandene er forpliktet til å implementere direktivet innen mai 2006, noe også Norge er forpliktet til gjennom EØS-avtalen.

Selv om regler om tilbudsplikt i dag er utbredt, så finner man fortsatt land som ikke har utarbeidet lovregler på dette felt. Dette betyr likevel ikke at minoritetsaksjonærene i disse land er uten beskyttelse mot fiendtlige oppkjøp. De nevntes interesser blir ivaretatt gjennom annen selskapsrettslig regulering som skal sikre likebehandling av aksjonærene.⁴

1.2 Rettskildesituasjonen

Bestemmelser om tilbudsplikten er inntatt i lov om verdipapirhandel av 19. juni nr 79 1997 (vphl.), kapittel fire. Tilbudsplikten ble første gang lovregulert i Norge gjennom lov om verdipapirhandel fra 1985. Dette fant sted ved endringslov av 16.juni 1989 nr 51.⁵ Før den tid hadde vi bestemmelser om tilbudsplikten i børsforskriften kapittel syv.

De mest sentrale forarbeidene vedrørende dagens regulering av tilbudsplikten, finner vi i NOU 1996:2 og i Ot prp nr 29 (1996-97).

Det å bli pålagt en tilbudsplikt, vil potensielt kunne føre til en økt økonomisk byrde for oppkjøperen. Det er derfor viktig å kunne forutberegne sin egen rettsstilling på dette området. Tilbudsplikten inngripende karakter taler for at det her bør utvises forsiktighet med å tolke ordlyden utvidende.⁶ Dette følger av det relative legalitetsprinsipp, som innebærer at man ikke skal tolke hjemmelsgrunnlaget for utvidende dersom det er tale om et inngripende vedtak. Det kan imidlertid argumenteres med at det i enkelte tilfeller vil være et behov for å foreta en utvidende tolkning av

³ Freshfields Bruckhaus Deringer. Public takeovers in Europe. 2004. s. 2

⁴ Skog, s. 44

⁵ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 248

⁶ NOU 1996:2 s. 113

ordlyden. Årsaken til dette er at man ønsker å fange opp aktører som forsøker å omgå regelverket.

Det er lite rettspraksis vedrørende saker som omhandler tilbudsplikt. En mulig årsak til dette er at man i Norge har et system som avgjør slike tvister utenfor rettsapparatet, blant annet gjennom vedtak fattet av børsstyret og børsklagenemnda. Videre vil partene ha behov for en rask avklaring, noe som gjør det lite praktisk å benytte seg av domstolsprøvelse.⁷ Utenfor rettsapparatet vil altså børsstyret behandle saken i første instans. Deretter har partene anledning til å påklage avgjørelsen, jfr. børsløven § 5-14.⁸ Her fremgår det at forvaltningslovens bestemmelser om blant annet klageadgang kommer til anvendelse.⁹ Det er børsklagenemnda som er klageinstans, jfr. børsl. § 7-1. Dette er et særlig kyndig organ med bred erfaring tilknyttet saker som nevnt i børsl. § 5-14. Det at vi i Norge i stor grad avgjør slike tvister utenfor rettsapparatet er ikke i strid med EU-direktivet, se artikkel 4 pkt. 6. Her fremgår det at tvister om tilbudsplikten kan løses gjennom ”judicial or other authorities”.

1.3 Avgrensning

Denne oppgaven retter hovedfokus mot den plikt som kan utløses overfor en aksjeerhverver i et børstotert norsk selskap. Dersom vilkårene i lovens kapittel fire oppfylles, kan erververen bli tvunget til å fremsette et tilbud til de øvrige aksjonærer.

Selv om en slik tilbudsplikt ikke har inntrådt vil man selvsagt kunne komme med et tilbud om å kjøpe selskapets aksjer. Utgangspunktet er her at vanlige kontraktsrettslige regler gjør seg gjeldende. Denne type frivillige tilbud vil falle utenfor denne fremstillingen. Det kan likevel kort nevnes at de frivillige tilbud som omfattes av vphl. §4-18 faller inn under enkelte av de reglene som gjelder for pliktige tilbud.

⁷ Kommentirutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 14

⁸ Børsløven 17. nov. 2000 nr. 80 2000 (børsl.)

⁹ Forvaltningsloven 10. februar 1967 (fv1.)

1.4 Den videre fremstilling

I denne oppgaven vil det under kapittel 2 bli foretatt en vurdering av de hensyn som taler for og imot en regulering av tilbudsplikten.

Videre vil kapittel 3 til kapittel 6 inneholde en gjennomgang av vilkårene for pliktens inntreden etter vphl. § 4-1.

Kapittel 3 omhandler enkelte grunnvilkår, som for eksempel hvem som kan bli pålagt tilbudsplikt. Det vil samtidig bli sett nærmere på kravene som er tilknyttet de aksjer som kan utløse tilbudsplikten. Det må være stemmeberettigede aksjer i et norsk selskap som er notert på norsk børs.

Kapittel 4 vil ta for seg spørsmålene knyttet til hvor stor andel av de stemmeberettigede aksjene som må erverves for at tilbudsplikten skal utløses. Jeg vil her også vurdere om det kan være hensiktsmessig med et annet utløsningstidspunkt enn dagens 40-prosentgrense.

Det blir i kapittel 5 foretatt en vurdering av hva som skal til for at en aksje kan sies å ha blitt ervervet.

I kapittel 6 er spørsmålet i hvilke situasjoner man kan sies å ha blitt eier av en aksje. Det vil her bli vurdert hvorvidt en opsjon på kjøp av aksjer tilfredsstiller kravene. Jeg vil her også se om man ved lån av aksjer kan sies å ha blitt en "eier" i vphl. § 4-1 sin forstand.

Jeg vil i kapittel 7 og 8 se nærmere på hvorvidt konsolidering og etterfølgende erverv kan medføre en tilbudsplikt.

Selv om vilkårene er oppfylt, vil det i gitte situasjoner ikke være aktuelt å pålegge aksjeerverver en plikt til å fremsette et tilbud overfor de øvrige aksjonærer i selskapet. Kapittel 9 tar i den forbindelse for seg unntaksbestemmelsen i vphl. § 4-2.

Hvis det viser seg at tilbudsplikten utløses, må erververen fremme et tilbud til de øvrige aksjonærer. Under kapittel 10 vil jeg se nærmere på hva dette tilbudet innebærer.

Under kapittel 11 vil det foretas en kort gjennomgang av konsekvenser som en overtredelse av vphl. kapittel 4 kan medføre.

2 Hensyn

Et grunnleggende spørsmål er hvorfor man skal ha bestemmelser om overtagelsestilbud. Svaret vil bero på en avveining mellom oppkjøperens og minoritetsaksjonærenes interesser.

Under punkt 2.1 skal det ses nærmere på hvorfor man bør ha bestemmelser på dette området. I punkt 2.2 vil jeg ta for meg de hensyn som taler mot en slik regulering. Det er viktig å være klar over at hensynene har nære forbindelseslinjer til hverandre og at de derfor må ses i sammenheng.

2.1 Hensyn som taler for regler om tilbudsplikt

Det vil her bli gått nærmere inn på argumenter som kan tale for at man bør ha et regelverk om tilbudsplikt.

2.1.1 Kontrollskifte

En av hovedgrunnene til at vi har regler om tilbudsplikt er at minoritetsaksjonærene skal ha en mulighet til å selge sine aksjer dersom det finner sted et kontrollskifte i selskapet.¹⁰ Dette hensynet fremheves også av Skog.¹¹ Det vil i det videre bli sett nærmere på ulike årsaker til at minoritetsaksjonærene i en slik situasjon vil kunne ønske å selge seg ut av selskapet.

Når en ny aksjonær overtar kontrollen i et børsnotert norsk selskap kan dette medføre store endringer med tanke på hvordan selskapet organiseres og drives i det videre. En

¹⁰ NOU 1996:2 s. 105

¹¹ Skog, s. 47

mindre aksjonær har da muligheten til å selge sine aksjer hvis han for eksempel ikke har tro på selskapets nye struktur, satsningsområder eller dersom aksjonæren av andre grunner ikke har tiltro til selskapets nye hovedeier. Tilbudsplikten vil i såfall medføre at aksjonæren i utgangspunktet skal tilbys den høyeste pris som oppkjøperen har betalt for aksjene de siste seks månedene. jfr. vphl. § 4-10 (4).

Wymeersch argumenterer imidlertid for at det ikke er noen grunn til at minoritetsaksjonærene her skal gis noen særrett til å selge sine aksjer ved et kontrollskifte.¹² I sin kritikk av reglene om tilbudsplikt fremhever han at minoritetsaksjonærene i all hovedsak ikke er dårligere stilt enn det de var forut for kontrollskifte.

Reglene om tilbudsplikt skal videre være med på å beskytte minoritetsaksjonærene mot at den nye storaksjonæren utnytter sin aksjemajoritet på deres bekostning.¹³ Et kontrollskifte i selskapet kan medføre at de øvrige aksjonærene får mindre innflytelse.¹⁴ Dette betyr at det kan være problematisk å motsette seg beslutninger som blir foretatt av den nye storaksjonæren.¹⁵ Et eksempel på at den kontrollerende aksjonæren utnytter selskapet, vil være der han bruker selskapets midler til å kjøpe opp et annet selskap hvor han selv har eierinteresser. Hvis det her blir betalt en overpris vil aksjonærene i det oppkjøpende selskap tape penger. Tilbudsplikten gir aksjonærene en beskyttelse i så måte ved at de kan selge sine aksjer dersom de ikke har tillit til den nye eieren.

Det er imidlertid viktig å være klar over at det ikke nødvendigvis er negativt for minoritetsaksjonærene at det finner sted et kontrollskifte i selskapet. Det er i følge Skog ingen grunn til at aksjonærene skal ha et ønske om å selge seg ut av selskapet før oppkjøperen har vist seg uskikket til å lede selskapet.¹⁶ Studier fra USA og Sverige

¹² Wymeersch, s. 358

¹³ NOU 1996:2 s. 105

¹⁴ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s 246

¹⁵ Nærmere om hvor stor eierandel man trenger for å ta ulike beslutninger i et selskap, se kapittel 4.2 nedenfor.

¹⁶ Skog, s. 48

viser tvert i mot at markedsprisen for aksjene i mange tilfeller vil stige ved et kontrollskifte.¹⁷ Det må antas at det samme vil gjøre seg gjeldene i Norge. Den nye storaksjonæren kan bidra med nye ideer om hvordan selskapet bør drives, hvilket kan gi en positiv effekt på markedsverdien.

En annen grunn som kan tale for at det bør utløses tilbudsplikt er at en konsentrasjon av aksjer i et selskap kan føre til en mindre likvid aksje. Når en stor del av aksjene blir samlet på en hånd vil annenhåndsomsetning av selskapets aksjer synke.¹⁸ I et selskap med en stor aksjonær vil det da kunne oppstå en manglende konkurranse om selskapskontroll. Årsaken til dette er at andre potensielt store oppkjøpere ser at det vil bli vanskelig å oppnå aksjemajoritet i selskapet. Dette kan føre til et fall i aksjekursen. Tilbudsplikten gir her aksjonærene en beskyttelse siden oppkjøperen må fremme et tilbud om å kjøpe deres aksjer. Tilbudet må være på linje med den høyeste pris oppkjøperen har betalt de siste seks månedene, jfr. vphl. § 4-10 (4). Minoritetsaksjonærene gis her en mulighet til å få en bedre pris for sin aksje enn hva de tilbys på det åpne marked.

2.1.2 Likebehandling av aksjonærene

Det følger av allmennaksjeloven av 13. juni 1997 nr. 45 (asal.) § 4-1 at hver aksje gir lik rett i selskapet. Likebehandling av aksjonærene er å anse som et grunnleggende prinsipp i selskapsretten, noe som også har gitt seg utslag i generalklausulen i asal. § 5-21 og § 6-28. Et tilsvarende likhetsprinsipp finner vi igjen i begrunnelsen om hvorfor det bør være bestemmelser om tilbudsplikt. Det fremheves i forarbeidene at alle aksjonærene skal ha like rettigheter når det blant annet gjelder salg av sine aksjer.¹⁹

Likhetsprinsippet medfører at selskapet ikke skal forskjellsbehandle sine aksjonærer. Skog argumenterer imidlertid for at dette prinsippet ikke kommer til anvendelse for en

¹⁷ Holderness and Sheehan (1988, 1985) og Sandstrom (1991, 1994)

¹⁸ NOU 1996:2 s. 105

¹⁹ NOU 1996:2 s. 105

utenforstående oppkjøper.²⁰ Han viser videre til at flere land har et aksjemarked som fullt ut ivaretar kravet til likebehandling, uten at de har lovfestede regler om tilbudsplikt.²¹

Likebehandling av aksjonærene anerkjennes også i EU-direktivet som et grunnleggende prinsipp, se artikkel 3 pkt 1 (a). Dette innebærer at det enkelte medlemsland er forpliktet til å ha et regelverk som sikrer likebehandling.

2.1.3 Kontrollpremie

Normalt vil en erverver som oppnår kontroll over selskapet ha betalt en kontrollpremie for aksjene. Vi kan tenke oss et eksempel der en aksjonær eier 30 prosent av de stemmebærende aksjene i et selskap. Han bestemmer seg deretter for å kjøpe opp nye 15 prosent. Her vil oppkjøperen sannsynligvis være villig til å betale en høy pris for aksjeposten.²² Dette skyldes at han ved kjøp av aksjene med stor sannsynlighet vil oppnå kontroll over hele selskapet. Det er denne høyere pris som betegnes i begrepet kontrollpremie.

Tilbudspliktsregelen innebærer at samtlige aksjonærer skal ha rett i å ta del i denne kontrollpremie. Dette skjer ved at oppkjøperen må gi et tilbud til de øvrige aksjonærene om å kjøpe deres aksjer for en tilsvarende høy pris. Argumentasjonen er at kontroll anses å være et gode eller en verdi som tilhører selskapets aksjonærer.²³ En motsatt regel vil fremstå som en tilfeldig fordel for de aksjonærer som her får anledning til å selge sine aksjer.

Som vi ser har hensynet til fordeling av kontrollpremien en nær tilknytning til kravet om likebehandling. I denne sammenheng sikrer reglen om tilbudsplikt en økonomisk likebehandling av aksjonærene.²⁴

²⁰ Skog. s. 43

²¹ Skog. s. 44

²² NOU 1996:2 s. 105

²³ Berle and Means (1932), s. 244

²⁴ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s 246

2.1.4 Tillit til verdipapirmarkedet

Bestemmelser om tilbudsplikt vil også være med på å øke tilliten i markedet.²⁵ Reguleringen i det norske verdipapirmarkedet gir en trygghet for potensielle investorer siden de vet hva slags prosedyrer de har å forholde seg til i en oppkjøpssituasjon.²⁶ Den trygghet som tilbudsplikten gir for investorer og aksjonærer bidrar til å øke omsetteligheten av en aksje. Økt omsettelighet vil igjen bringe flere investorer inn på den norske børs, noe ikke bare tjener selskapene, men som også vil virke samfunnsøkonomisk positivt.

2.2 Hensyn som taler mot regler om tilbudsplikt

Det vil også være hensyn som taler mot at man skal ha bestemmelser om tilbudsplikt.

2.2.1 Begrensning av det frie marked

Det kan argumenteres med at bestemmelser om tilbudsplikt innebærer en begrensning av det frie marked. Det at man blir tvunget til å gi et tilbud til de øvrige aksjonærene medfører at det blir mer kostbart å overta kontrollen i et selskap.²⁷ Det kan derfor tenkes at det oppstår situasjoner der erververe som er egnet til å påvirke selskapet i positiv retning, men som ikke har tilstrekkelig finansiering til å kjøpe samtlige av selskapets aksjer, er avskåret fra å realisere sine planer. Smith viser til at enkelte høringsinstanser på grunn av dette uttalte seg med skepsis til innføring av tilbudsplikt.²⁸ Kritikken gikk ut på at de økte kostnadene som var forbundet med kjøp av store aksjeposter resulterer i færre selskapsovertak, noe som kan ha en negativ effekt på aksjekursen. Smith anser det imidlertid som lite sannsynlig at tilbudsplikten i nevneverdig grad vil medføre en nedgang i næringsinteressen tilknyttet aksjemarkedet.²⁹

²⁵ NOU 1996:2 s. 105

²⁶ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s 247

²⁷ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s 247

²⁸ Smith s. 127 og Ot.prp nr. 83 (1986-87)

²⁹ Smith s. 128

2.2.2 Påregnelig risiko

Det vil alltid innebære en risiko å kjøpe aksjer. En person som kjøper et lite antall aksjer vet at han ikke vil ha stor innflytelse på den videre drift av selskapet. Et eierskifte kan ses på som en risiko som minoritetsaksjonæren må ta høyde for, uten at dette bør foranledige spesielle tiltak som medfører at småaksjonærene kan selge seg ut til høyeste pris. Argumentet som taler for at aksjonæren likevel skal beskyttes, er at han kjente til selskapet på tidspunktet da aksjene ble kjøpt. Dersom han hadde visst om en kommende overtakelse, så er det ikke sikkert at han hadde investert. Således kan det argumenteres for beskyttelse i den grad det oppstår et kontrollskifte som han ikke hadde grunn til å regne med.

2.2.3 Spekulasjoner i markedet

Norsk Fondsmeglerforbund argumenterer i en høringsuttalelse med at regler om tilbudsplikt vil kunne gagne kortsiktige spekulanter.³⁰ Årsaken til dette er at personer i markedet vil kunne forutse når en investor er i nærheten av å utløse tilbudsplikten. Fondsmeglerforbundet frykter at spekulantene vil løfte kursen på aksjene fordi de ser at tilbudsplikten vil utløses i nærmeste fremtid. Dette medfører at tilbyderer må fremsette et svært høyt bud for aksjene, noe som kan virke ødeleggende for seriøse oppkjøp.

Allmennaksjeselskapsloven vil imidlertid til en viss grad kunne demme noe opp for en slik effekt ved at erververen vil ha mulighet til å gå til tvungen innløsning så snart eierandelen passerer 90 prosent av selskapets aksjer, jfr. asal. § 4-25. Innløsningssummen fastsettes i slike tilfeller ved skjønn, dersom partene ikke enes om prisen.

³⁰ Ot. prp. nr. 83 (1986-87)

3 Grunnleggende vilkår

Det vil her bli foretatt en gjennomgang av de grunnleggende vilkår for at tilbudsplikten etter vphl. § 4-1 skal utløses.

3.1 Hvem kan pålegges tilbudsplikt?

Et sentralt spørsmål er hvem som kan bli pålagt å fremme et tilbud til de øvrige aksjonærene. Det fremgår av vphl. § 4-1 (1) at ”den” som erverver aksjene vil omfattes av bestemmelsen. Dette innebærer at både enkeltpersoner og selskaper vil kunne utløse tilbudsplikten. Det er heller ikke av betydning hvorvidt erververen er norsk eller utenlandsk.³¹ Denne vide angivelsen i ordlyden medfører at også staten som erverver vil favnes av bestemmelsen.³²

3.2 Aksjene i et norsk selskap må være notert på norsk børs

For at tilbudsplikten skal utløses stilles det også visse krav til målselskapet. Med målselskapet forstås det selskap som det erverves aksjer i. Det vil nedenfor redegjøres for disse kravene, jfr. vphl. § 4-1 (1).

3.2.1 ”Norsk selskap”

Vphl. § 4-1 benytter seg av betegnelsen ”selskap”. Etter en språklig forståelse av ordlyden vil dette favne forholdsvis vidt, slik at alle typer selskaper omfattes. Det er likevel på det rene at det her tenkes på allmennaksjeselskap. Dette skyldes at det kun er aksjer i et allmennaksjeselskap som kan være gjenstand for børsnotering, jfr.

³¹ NOU 1996:2 s. 105

³² Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 252

børsforskriften § 2-1.³³ Asal. § 1-1 inneholder en legaldefinisjon av hva som skal til for at man har med et allmennaksjeselskap å gjøre.

Det må være tale om et ”norsk” selskap for at reglene om tilbudsplikt skal komme til anvendelse, jfr. vphl § 4-1. Utenlandske selskaper med aksjer som er notert på den norske børs, omfattes ikke.

Et av hovedhensynene bak bestemmelsene om tilbudsplikt er å ta vare på interessene til aksjonærene som investerer på den norske børs.³⁴ I så måte kan det argumenteres med at tilbudsplikten også bør komme minoritetsaksjonærene i et utenlandsk selskap tilgode, ettersom de faktisk har investert penger på den norske børs. En slik regel ville imidlertid medføre flere vanskeligheter. Hvis det utenlandske selskapet er notert på flere børser kan dette medføre kolliderende regler vedrørende på hvilket tidspunkt tilbudsplikten skal utløses.³⁵ Dette vil gjøre det vanskelig å håndheve reglene om tilbudsplikten. Videre vil de selskapsrettslige regler variere fra land til land. Det er derfor mulig at det normalt kan oppnås kontroll over et utenlandsk selskap før man overstiger den 40-prosentgrensen som vi opererer med i norsk rett. I så fall vil ikke tilbudsplikten, slik den praktiseres i Norge, gi tilstrekkelig beskyttelse for minoritetsaksjonærene.

Det er likevel slik at tilbudsplikten i utgangspunktet vil komme til anvendelse dersom det norske børsnoterte selskapet også er notert på utenlandsk børs.³⁶ I et slikt tilfelle vil de samme regelkonflikter som nevnt ovenfor kunne inntre. Børsen har imidlertid i en slik situasjon anledning til å gjøre unntak fra hovedregelen. Gjennom vphl. § 4-4 gis de myndighet til å komme frem til en hensiktsmessig løsning om hvordan en eventuell kollisjon av regler skal løses.

³³ Børsforskriften av 17. januar 1994 nr 30 (Børsforskriften) og Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s.261

³⁴ NOU 1996:2 s. 106

³⁵ NOU 1996:2 s. 106

³⁶ NOU 1996:2 s. 106

3.2.2 "Notert"

Et annet grunnleggende vilkår for at tilbudsplikten kan utløses er at selskapet er "notert" på den norske børs, jfr. vphl. §4-1. Hva som skal til for at et selskap kan noteres på den norske børs, følger av børsforskriften kapittel 2.

Dette medfører at tilbudsplikten ikke utløses ved erverv av aksjer som foretas før selskapet noteres på børsen.³⁷

Børsen har anledning til å suspendere aksjer fra børsen dersom særlige grunner tilsier at dette er nødvendig, jfr. børs. § 5-9 og børsforskriften § 25-1. Et spørsmål vil da bli om erverv av suspenderte aksjer kan utløse en tilbudsplikt etter vphl. § 4-1. Forarbeidene presiserer at suspenderte aksjer fortsatt blir sett på som noterte i forbindelse med reglene om tilbudsplikt.³⁸ Et erverv kan her altså utløse tilbudsplikten i vphl. § 4-1 (1).

Aksjene i et selskap kan strykes fra børsen dersom kravene til notering ikke lenger er oppfylt, jfr. børs. § 5-8 og børsforskriften § 25-2. I et slikt tilfelle vil ikke aksjene lenger være notert i vphl. § 4-1 (1) sin forstand. Et erverv av slike aksjer vil dermed ikke utløse en tilbudsplikt.

Aksjene kan midlertidig strykes etter børsforskriften § 25-3 dersom det nærliggende at det forhold som medfører strykning vil avklares innen rimelig tid. Forarbeidene uttaler at aksjene i denne perioden ikke anses å være børsnoterte, noe som medfører at tilbudsplikten ikke kan utløses.³⁹ Dette kan åpne for en mulighet til å omgå reglene om tilbudsplikt. En erverver kan i denne perioden oppnå kontroll over selskapet, uten at tilbudsplikten utløses når den midlertidige strykningen eventuelt opphører. Forarbeidene anser omgåelsesmuligheten som lite praktisk all den tid vilkårene for strykning også må være oppfylt ved midlertidig strykning.

³⁷ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 261-262

³⁸ NOU 1996:2 s. 106

³⁹ NOU 1996:2 s. 106

3.2.3 "Aksjer"

Det følger av vphl. § 4-1 at ervervet må gjelde "aksjer". En ordlydstolkning tilsier at andre verdipapirer faller utenfor. Et erverv av for eksempel børsnoterte grunnfondsbevis vil altså ikke utløse en tilbudsplikt.⁴⁰

Mange selskaper opererer med ulike aksjeklasser. Dette har de anledning til dersom det stadfestes i selskapets vedtekter, jfr. asal. § 4-1 (1) andre punktum. En slik inndeling av ulike aksjer blir gjerne klassifiseres som A- og B- aksjer. Det som skiller de ulike typer av aksjer kan for eksempel være at den ene gruppen er stemmesvak eller stemmeløs i motsetning til den andre. Erverv av aksjer uten stemmerett vil i utgangspunktet ikke kunne utløse tilbudsplikt, jfr. vphl § 4-1 (1) "av stemmene". Årsaken til dette er at det ved erverv av aksjer uten stemmerett ikke vil finne sted et kontrollskifte i selskapet.⁴¹ Det betales normalt heller ikke noen kontrollpremie for aksjer uten stemmerett. Årsaken til dette er at man ikke vil kunne oppnå større kontroll over selskapets generalforsamling ved erverv av slike aksjer, og erververen er derfor sannsynligvis ikke interessert i å betale en merpris for aksjene. Dette er følgelig også et argument for at det ikke er behov for utløsning av tilbudsplikt for erverv av stemmeløse aksjer.

I ett tilfelle kan imidlertid erverv av aksjer uten stemmerett utløse tilbudsplikten. Det følger av asal. § 5-4 (3) at det ikke kan utøves stemmerett for aksjer som selskapet selv eier. Årsaken til at erverv av denne type aksjer kan medføre en tilbudsplikt, er at en motsatt regel vanskeliggjør forutsigbarheten.⁴² Dette skyldes den adgangen selskapet har til å påvirke eierandelen til de øvrige aksjonærene, gjennom kjøp og salg av aksjer. Denne tolkningen er også lagt til grunn i Vedtak og Uttalelser 2000 s. 78. Her uttalte børsen på generelt grunnlag at aksjer som selskapet selv eier, skal regnes med når eierandelen etter vphl. § 4-1 skal beregnes.

⁴⁰ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s.257

⁴¹ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo , 2002. s.259

⁴² Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo , 2002. s.260

4 Man må erverve mer enn "40 prosent"

Det er videre et vilkår at oppkjøperen erverver mer enn 40 prosent av selskapets stemmebærende aksjer for at tilbudsplikten skal utløses, jfr. vphl. § 4-1. Det er antatt at dette er den andel av aksjene som man må eie for at man skal kunne utøve kontroll over et selskap. Årsaken til dette er at ikke alle aksjonærene møter på generalforsamlingen, og det er mange som dermed unnlater å benytte seg av sin stemmerett.⁴³ På denne måte synes lovgiver å ha basert seg på reelle forhold i stedet for å knytte kontrollbegrepet direkte til allmennaksjelovens bestemmelser.

Det følger av EU-direktivet artikkel 5 pkt. 1 at erververen må overskride "a specified percentage of the voting rights" for at tilbudsplikten skal utløses. Direktivet lar det være opp til det enkelte medlemsland å avgjøre hvor denne grensen skal trekkes, se artikkel 5 pkt. 3. Bakgrunnen for dette er at eierstrukturen og de selskapsrettslige regler varierer fra land til land, noe som kan virke inn på når kontroll faktisk oppnås i et børsnotert selskap.

4.1 Hvorfor benytter ikke alle aksjonærene seg av stemmeretten?

Vi har både faktiske og vedtektsbestemte hindringer vedrørende en aksjonærs adgang til å benytte seg av sin stemmerett.

4.1.1 Faktiske begrensninger av stemmeretten

Det vil først ses nærmere på de faktiske hindringer som kan oppstå når det gjelder utøvelse av stemmeretten. Det er svært usannsynlig at samtlige aksjonærer møter på

⁴³ Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 66

generalforsamlingen.⁴⁴ Dette gjør seg gjeldende selv om en aksjonær generelt sett har anledning til å stemme under generalforsamlingen. Som en følge av dette, vil man kunne oppnå kontroll over et selskap uten å være i besittelse av 50 prosent av aksjene.

For det første vil antall stemmeberettigede aksjer som møter på generalforsamlingen, avhenge av selskapets eierstruktur. Dersom selskapet har få og store aksjonærer, vil oppmøtet sannsynligvis være høyt. Dette skyldes at de store aksjonærene gjerne har mulighet til å ha en reell innflytelse på stemmegivningen, og de vil også gjerne ha meninger knyttet til de beslutninger som skal tas. En følge av dette er at denne gruppen i stor utstrekning vil benytte seg av sin stemmerett. Stemmene til de små aksjonærene vil derimot normalt ikke ha særlig betydning. Dette fører til at de i større grad unnlater å møte på generalforsamlingen.

For det andre viser forarbeidene til at utenlandske aksjonærer i større grad vil unnlate å møte på generalforsamlingen.⁴⁵ Hvis mange av aksjonærene har sitt sete i utlandet, skal det altså mindre til før man oppnår faktisk kontroll over selskapet. Her vil imidlertid størrelsen på den utlandske eiers aksjepost naturligvis virke inn på denne antagelse.

Videre vil forvalterregistrerte aksjer også kunne medføre at aksjonærer ikke møter på generalforsamlingen.⁴⁶ Årsaken til dette er at en forvalter kun har mulighet til å utøve økonomiske rettigheter som nevnt i asal. § 4-10 (3). Det faktum at for eksempel en bank forvalter aksjene til de virkelige eiere, kan således medføre at en stor andel av stemmene ikke blir benyttet.

4.1.2 Vedtektsbestemte begrensninger av stemmeretten

Selv om tilbudsplikten etter vphl. § 4-1 er knyttet opp til de stemmebærende aksjene i selskapet, vil det ikke være til hinder for utløsning av tilbudsplikten at det foreligger

⁴⁴ NOU 1996:2 s. 108

⁴⁵ Ot. prp. nr. 29, s. 10

⁴⁶ Ot. prp. nr. 29, s. 10

vedtektsbestemte begrensninger av stemmeretten. Dette følger av lovens ordlyd, som viser til at det er nok at aksjene ”representerer” 40 prosent av stemmene i selskapet.⁴⁷

Det er imidlertid klart at begrensninger i stemmeretten vil kunne ha en innvirkning på når det oppnås kontroll over et selskap. Et eksempel på en begrensning kan være at en aksjonær ikke har lov til å stemme for mer enn 10 prosent av de stemmebærende aksjene i selskapet.⁴⁸ I et slikt tilfelle vil aksjonæren kunne inneha over 40 prosent av aksjene uten at han har oppnådd kontrollen i selskapet. Tilbudsplikten vil her likevel utløses. Det at lovgiver ikke tar hensyn til slike begrensninger skyldes retts tekniske hensyn.⁴⁹ Det ville være vanskeligere å praktisere regelverket dersom man måtte ta hensyn til bestemmelser i vedtektene angående stemmeretten. Børsen har i Vedtak og Uttalelser 1999 s. 69-70 forstått loven på samme måte. I tillegg bidrar dagens regel til at aksjonærene på en enklere måte kan forutberegne sin egen rettsstilling.

4.2 Hvor stor andel av aksjene trenger man for å ta beslutninger?

Grensen for tilbudsplikstens inntreden er som nevnt knyttet opp til tidspunktet der man antar at aksjonæren har oppnådd kontroll over selskapet. Det er derfor av interesse å se på hvor stor andel av aksjene man trenger for å foreta ulike typer beslutninger i et selskap

En aksjonær som eier mer enn 1/3 av de stemmeberettigede aksjene, vil ha negativ kontroll over selskapet. Dette medfører at han vil kunne hindre avgjørelser som krever kvalifisert flertall, asal. § 5-19, jfr. § 5-18.

En aksjonær som derimot eier over 50 prosent av de stemmeberettigede aksjene, vil positivt kunne avgjøre saker som favnes av det alminnelige flertallskrav i asal. § 5-17 (1). Dette er imidlertid forutsatt av at det ikke fremgår noe annet av vedtektene. Hvis

⁴⁷ Kommentirutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 260

⁴⁸ NOU 1996:2 s. 108

⁴⁹ Kommentirutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 260

aksjonæren eier mer enn 2/3 av de stemmebærende aksjene i selskapet vil han kunne treffe enda flere avgjørelser, hvilket innebærer at han for eksempel også kan foreta endringer i vedtektene, jfr. asal. § 5-18.

4.3 Gir dagens regel den nødvendige beskyttelse?

I dag utløses tilbudsplikten ved det antall aksjer som man må ha for å oppnå kontroll over selskapet. En slik kontroll vil normalt oppnås dersom man er eier av 40 prosent av de stemmebærende aksjene.⁵⁰ Det vil nedenfor bli sett på om det finnes en annen grensedragning som kan være mer hensiktsmessig vedrørende utløsning av tilbudsplikten.

4.3.1 Bør tilbudsplikten utløses ved en lavere eierandel enn 40 prosent?

Spørsmålet er om dagens 40-prosentgrense er lav nok til at minoritetsaksjonærene gis tilstrekkelig beskyttelse.

Den tidligere loven om verdipapirhandel fra 1985 fastsatte ervervsgrensen til 45 prosent. Årsaken til at man forandret dette ved lovrevisjonen i 1997 var at det hadde vist seg at man normalt oppnådde kontroll over selskapet på et tidligere tidspunkt.⁵¹ Forarbeidene fremhever at det er nærmest utenkelig at det møter over 90 prosent på generalforsamlingen. Dette skyldes de hindringer vedrørende stemmeretten som det ble sett nærmere på i punkt 4.1 ovenfor. Den tidligere loven gav altså ikke god nok beskyttelse til de minoritetsaksjonærene. Det synes derfor fornuftig at man senket grensen for når tilbudsplikten skulle utløses.

Ved første øyekast kan en nedgang på 5 prosent synes ubetydelig. Det kan derfor reises spørsmål om reduksjonen var stor nok til at det gir de øvrige aksjonærene en god nok beskyttelse.

⁵⁰ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 258

Dersom mindre enn 90 prosent av de stemmeberettigede aksjene i selskapet er representert på generalforsamlingen, vil en aksjonær som eier 45 prosent av aksjene være sikret flertall under avstemningen. På den annen side er en aksjepost på 40 prosent nok til å få flertall dersom mindre enn 80 prosent av aksjonærene møter for å stemme. Vi ser altså at det i realiteten blir en ganske stor forskjell, selv om nedgangen i ervervsgrensen kun var på 5 prosent.

I flere øvrige europeiske land utløses tilbudsplikten på et tidligere tidspunkt enn i Norge. Både i Storbritannia og Tyskland er for eksempel grensen satt til 30 prosent.⁵² Årsaken til at tilbudsplikten i Norge er knyttet opp til 40 prosent aksjeerverv, skyldes i følge forarbeidene den forholdsvis høye eierkonsentrasjonen som man finner i norske børsnoterte selskaper.⁵³ Dette medfører at man må ha en høy eierandel av aksjene for å oppnå kontrollen over selskapet. Forarbeidenes begrunnelse vil således kunne sies å være plausibel i relasjon til mange selskaper, men ikke nødvendigvis for alle børsnoterte selskaper. Det kan derfor spørres om begrunnelsen er tilstrekkelig som grunnlag for en generell regel som gjelder samtlige selskaper. Dette kommer bl.a. til syne gjennom en studie foretatt ved Handelshøyskolen BI som viser at eierkonsentrasjonen ved den norske børs faktisk er lavere enn ellers i Europa.⁵⁴ Det må derfor være adgang til å stille et spørsmål ved det faktagrunnlag forarbeidene har basert sine vurderinger på. Reelle avvik vil derfor kunne begrense forarbeidenes betydning. På denne bakgrunn vil det igjen kunne argumenteres for at 30-prosentnivået som blant annet nyttes i Tyskland og Storbritannia også vil kunne fungere på en hensiktsmessig måte i Norge.

4.3.2 Burde man operere med en ulik grense fra selskap til selskap?

Det kan videre stilles spørsmål om det antall aksjer man må erverve for at tilbudsplikten skal utløses burde variere, avhengig av hvilken type selskap det er tale om.

⁵¹ NOU 1996:2 s. 107

⁵² Freshfields Bruckhaus Deringer. Public takeovers in Europe. 2004. s. 49

⁵³ NOU 1996:2 s. 107

⁵⁴ Patterns of corporate ownership: Insight from a unique dataset. Øyvind Børhen, Bernt Arne Ødegaard. BI. 2001. s. 27

En mulighet ville være å foreta et skille mellom selskaper som har store aksjonærer og selskaper som består av mange små aksjonærer. Et skille med bakgrunn i eierstrukturen ville i større grad medføre at tilbudsplikten utløses på det tidspunkt da det rent faktisk finner sted et kontrollskifte i selskapet. Årsaken til dette er at store aksjonærer, i større grad enn de små aksjonærene, møter opp og benytter seg av stemmeretten sin på generalforsamlingen.⁵⁵ Det fører til at det skal mindre til for å få kontroll over et selskap som består av mange små aksjonærer. Dette taler for at det hadde vært fornuftig med ulike grenser for selskaper med forskjellig sammensetning.

Det vil imidlertid være problematisk å skulle håndheve en regel som på bakgrunn av selskapets eierstruktur, setter en ulik grense for utløsning av tilbudsplikten. Forarbeidene viser til at det hadde vært meget vanskelig å gjennomføre en grense som skulle variere avhengig av det enkelte selskap.⁵⁶

Det ville også være vanskelig for den enkelte aksjonær å forutberegne sin egen rettsstilling. Den enkelte aksjonær måtte i så fall til enhver tid ha oversikt over aksjefordelingen i selskapet for å vite hvilken grense som ville utløse tilbudsplikten. Forutberegnligheten for de involverte parter er et hensyn som lovgiver anser å være svært viktig.⁵⁷ Samtidig vil det kunne tenkes at et selektert regelverk vil fremme flere tvister da det vil være tale om flere grensedragninger. Rettstekniske og rettsøkonomiske hensyn vil derfor tale i mot et selektert regelverk.

4.3.3 Burde tilbudsplikten utløses ved effektiv kontroll?

Man kan stille et spørsmål om vilkåret heller burde knyttes til det tidspunkt oppkjøperen kan sies å ha oppnådd ”effektiv kontroll” over et selskap.

⁵⁵ NOU 1996:2 s. 107

⁵⁶ NOU 1996: s. 109

⁵⁷ NOU 1996:2 s. 108

Antallet aksjonærer som benytter seg av stemmeretten vil variere. Med et ”effektiv kontroll” kriterium ville man kunne se an hvert enkelt tilfelle, og på den bakgrunn avgjøre om aksjonæren faktisk hadde oppnådd kontroll. På den måten ville tilbudsplikten utløses når minoritetsaksjonærene virkelig hadde et behov for beskyttelse.

Det ville imidlertid være problematisk for erververen å forutberegne sin egen rettsstilling med en slik regulering av grensen. Forarbeidene gir uttrykk for at partene på dette området trenger en klar grense som de kan forholde seg til.⁵⁸ Usikkerhet på dette område kan medføre at potensielle investorer utviser forsiktighet med å kjøpe store aksjeposter i frykt for å utløse en tilbudsplikt.

Dette ville også ha vært i strid med det kravet om fiksering av grensen for tilbudspliktens inntreden, som vi finner i EU-direktivet artikkel 5 pkt. 1 og pkt. 3.

4.4 Avvikende grense gjennom selskapets vedtekter

Spørsmålet er her om selskapet i sine vedtekter kan forandre den lovbestemte grensen på 40 prosent.

Finans- og tolldepartementet tok dette opp til vurdering under forarbeidet til lov om verdipapirhandel av 1997.⁵⁹ Der fremgår det at det ikke er ønskelig å gi selskapet en anledning til å fastsette en høyere grense for tilbudspliktens inntreden, enn hva som fremgår av vphl. § 4-1. Bakgrunnen for dette er hensynet til markedsaktørenes behov for forutberegnlighet. Forarbeidene viser videre til at en motsatt regel vil gjøre det vanskelig å kontrollere at reglene om tilbudsplikt følges. Dette kritiseres av Bergo.⁶⁰ Han hevder at de involverte parter ikke har vanskeligheter med å gjennomføre en slik kontroll.

⁵⁸ NOU 1996:2 s. 108

⁵⁹ Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 67

⁶⁰ Bergo, s. 252

Det er likevel ingen ting i veien for at selskapet fastsetter en lavere grense for når tilbudsplikten skal utløses. Hjemmel for en slik adgang har man i bestemmelsen om styresamtykke etter asal. § 4-16.

5 Man må tilegne seg aksjene gjennom "erverv"

For at reglene om tilbudsplikt skal komme til anvendelse er det et vilkår at den prosentmessige grensen overskrides gjennom et "erverv", vphl. § 4-1 (1). På bakgrunn av en alminnelig språklig forståelse av ordlyden vil "erverv" i vphl. § 4-1 (1) favne nokså vidt. Det er utvilsomt at kjøp av aksjer her vil omfattes, men også et bytte av aksjer vil utløse en tilbudsplikt.⁶¹

Det vil i dette kapittel ses på ulike situasjoner som kan medføre at en aksjonær overskrider 40-prosentgrensen uten at det foreligger et ordinært kjøp av aksjen, og nærmere vurderes hvorvidt disse situasjonene faller inn under begrepet "erverv" jfr. vphl. § 4-1.

5.1 Nedsettelse av aksjekapitalen

Når et selskap bestemmer seg for å skrive ned aksjekapitalen etter asal § 12-1, vil dette i mange tilfeller ikke medføre noen endring i det innbyrdes forhold mellom aksjonærene. Årsaken er at nedskrivningen gjennomføres forholdsmessig mellom aksjonærene, slik at den innbyrdes eierfordelingen mellom aksjonærene ikke forandres. I slike tilfeller vil det derfor ikke utløses noen tilbudsplikt.

Hvis selskapet derimot foretar en nedsettelse ved å slette egne aksjer etter asal. § 9-1, vil eierforholdet i selskapet kunne endre seg.⁶² En aksjonær som for eksempel var eier av 38 prosent før nedsettelsen, vil etter gjennomføringen av nedsettelsen kunne ende opp med å overskride 40-prosentgrensen. Spørsmålet blir om dette kan ses på som et "erverv", slik at bestemmelsen om tilbudsplikt får anvendelse.

⁶¹ NOU 1996:2 s. 109

⁶² NOU 1996:2 s. 109

Etter norsk rett vil ikke en nedsettelse av aksjekapitalen gjennom sletting av egne aksjer medføre at tilbudsplikten utløses.⁶³ Forarbeidene begrunner dette med at det ikke er betalt en kontrollpremie som skal fordeles på alle aksjonærene. Men situasjonen for minoritetsaksjonæren vil bli den samme som ved et vanlig oppkjøp, nemlig at man kan få en ny aksjonær som overtar kontrollen i selskapet. I så fall vil minoritetsaksjonærene like fullt ha et behov for beskyttelse. Dette taler for at man bør ha en tilbudsplikt også i de tilfeller der aksjekapitalen nedsettes gjennom sletting av egne aksjer.

5.2 Forhøyelse av aksjekapitalen

Et selskap kan forhøye sin aksjekapital ved nytegning av aksjer. Dette vil kunne skje ved at aksjonærene skyter inn penger eller andre eiendeler som kan balanseføres i selskapet mot utstedelse av nye aksjer. Hovedregelen er at de nye aksjene fordeles mellom aksjonærene ut i fra hvor mange aksjer den enkelte aksjeeier har fra før, asal. § 10-1, jfr. § 10-4. I den grad samtlige aksjonærer utnytter sin tegningsrett fullt ut i kapitalforhøyelsen, vil ikke det innbyrdes eierforholdet mellom aksjonærene forrykkes.

Andre ganger vil imidlertid tegningen av nye aksjer ikke fordeles proporsjonalt med den enkeltes eierandel, for eksempel der generalforsamlingen beslutter å fravike fortrinnsretten til fordel for bestemte aksjonærer eller andre i forbindelse med en rettet emisjon. Her vil noen kunne overstige grensen på 40 prosent av aksjene, slik at det oppstår et spørsmål om tilbudsplikten vil inntre. Regelen etter norsk rett er at vedkommende kan bli pålagt en tilbudsplikt i slike situasjoner, og at forhøyelse av aksjekapitalen dermed ses på som et ”erverv” i vphl. § 4-1 sin forstand.⁶⁴

Det vil nå bli sett på noen av de vurderingene som har ledet frem til dette resultat.

⁶³ NOU 1996:2 s. 109 og Bergo 2004, s 253

⁶⁴ NOU 1996:2 s. 110 og Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 252

Generalforsamlingen kan med 2/3 flertall bestemme at man skal avvike fra aksjeeiernes fortrinnsrett etter asal. § 10 – 4, jfr. asal. § 10-5. Forarbeidene uttrykker at minoritetsaksjonærene i en slik situasjon kan ha god nok beskyttelse gjennom de nevnte selskapsrettslige regler, og at man her ikke har behov for regler om tilbudsplikt.⁶⁵ Bakgrunnen for dette er at stemmerettsreglene krever såpass stort flertall at minoritetsaksjonærene kan hindre at en kapitalforhøyelse finner sted.

Dersom generalforsamlingen gir selskapets styre en fullmakt til å forhøye aksjekapitalen, jfr. asal. § 10-14, kan derimot behovet for utløsning av tilbudsplikten melde seg. I utgangspunktet vil aksjonærene her kunne påvirke hvem som skal få kjøpe aksjer gjennom generalforsamlingens beslutning om tildeling av styrefullmakt. I praksis vil det imidlertid ikke være vanlig å spesifisere en styrefullmakt på denne måten.⁶⁶ Det kan i slike situasjoner derfor være nødvendig med regler om tilbudsplikt for å gi de mindre aksjonærene den beskyttelse og forutsigbarhet de trenger.

Det er på den annen side her normalt ikke betalt noen kontrollpremie fra den nye hovedaksjonæren til en enkelt aksjeeier.⁶⁷ Den merverdi som eventuelt betales vil gå rett inn i selskapet, og på den måte tilgodeses alle aksjonærene. Hensynet til likebehandling av aksjonærene vil således ikke i denne sammenheng kunne brukes som et argument for at man her bør operere med en tilbudsplikt.

Et annet argument som kan tale for at man ikke har utløsning av tilbudsplikt ved en kapitalforhøyelse, er det faktum at det kan være viktig for et selskap å øke sin aksjekapital av økonomiske grunner. Det kan være en forutsetning for redningsaksjonen at potensielle investorer mottar en stor eierandel i selskapet. Det vil være uheldig dersom et selskap ikke skal kunne finne nye investorer på grunn av reglene om tilbudsplikt. Dette kan bli en realitet, ved at oppkjøpere ikke ønsker å investere i selskapet dersom tilbudsplikten utløses.

⁶⁵ NOU 1996:2 s. 111

⁶⁶ NOU 1996:2 s. 111

⁶⁷ NOU 1996:2 s. 111

En annen situasjon som krever en nærmere redegjørelse er når en kjøper passerer 40-prosentgrensen, og tilbudsplikten dermed utløses, men hvor selskapet gjennomfører en kapitalforhøyelse i tiden før han fremsetter et tilbud til de øvrige aksjonærer. En følge av dette vil kunne bli at han ikke lenger eier over 40 prosent. Spørsmålet er om han da fortsatt er bundet av tilbudsplikten som ble utløst.

Oppkjøperen vil i mange tilfeller ha betalt en kontrollpremie til den aksjonæren han kjøpte aksjene fra da han kjøpte seg opp over 40 prosent. Et av hensynene bak reglene om tilbudsplikt er at alle aksjonærene skal ta del i den kontrollpremie som betales, slik at det ikke bare er til fordel for kun en enkelt aksjonær. Dette er et argument for at tilbudsplikten bør inntre i denne situasjon.

Men realiteten er uansett at erververen nå eier under 40 prosent av de stemmebærende aksjene, og anses således ikke å ha kontroll over selskapet. Behovet for utløsning av tilbudsplikten vil derfor ha bortfalt, noe som taler for at erververen ikke behøver å fremme et tilbud til samtlige aksjonærer.

5.3 Fusjon og fisjon

Med fusjon forstås at flere bedrifter smeltes sammen til et felles foretak, jfr. asal. § 13-2. En fisjon vil innebære at et selskap deles opp, jfr. asal § 14-2. Ved en fisjon vil med andre ord det overdragende selskaps eiendeler, rettigheter og forpliktelser fordeles mellom to eller flere selskaper⁶⁸. Utgangspunktet er at en anskaffelse av aksjer både gjennom fusjon og fisjon er et ”ervert” etter vphl. § 4-1.⁶⁹ Selv om ervervskriteriet er oppfylt vil fusjon- og fisjonssrelaterte ervert i mange tilfeller likevel ikke utløse noen tilbudsplikt. Dette skyldes at slike situasjoner ofte vil favnes av unntaksbestemmelsen i vphl. § 4-2 (1). Det vil bli foretatt en nærmere drøftelse av denne bestemmelsen i punkt 9.1.3 nedenfor.

⁶⁸ Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Mads Henry Andenæs. 1998. s 459

⁶⁹ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo , 2002. s.253

5.4 Indirekte erverv

Etter vphl. § 4-1 (2) kan et indirekte erverv likestilles med et direkte erverv. Hovedhensynet bak denne bestemmelsen er å hindre omgåelse av tilbudsplikten. Forarbeidene gir et eksempel på hvordan en slik omgåelse kan finne sted dersom man ikke har regler om indirekte erverv.⁷⁰ En aksjonær som eier over 40 prosent av aksjene i et børsnotert selskap overfører disse til sitt datterselskap. Deretter kan han selge aksjene i datterselskapet til en tredjepart, uten at noen tilbudsplikt utløses. Minoritetsaksjonærene ville ikke fått en tilstrekkelig beskyttelse dersom storaksjonærene kunne utnyttet regelverket på nevnte måte. Dette er også svært praktisk problemstilling, all den tid en erverver vil være interessert i å unngå en eventuell tilbudsplikt.

Det vil i det videre bli sett nærmere på vilkårene for at indirekte erverv etter vphl. §4-1 (2) skal likestilles med et direkte erverv.

5.4.1 Vphl. § 4-1 (2) nr. 1

Det første vilkåret er at det må erverves aksjer som ”representerer mer enn 50 prosent av stemmene”, jfr. vphl. § 4-1 (2) nr 1. Det er her tale om erverv av aksjer i et mellomliggende selskap som har eierandeler i det børsnoterte selskapet. Det mellomliggende selskap kan være et aksjeselskap eller et allmennaksjeselskap, og det spiller heller ingen rolle hvorvidt dette er et norsk eller utenlandsk selskap.⁷¹

Vilkåret er oppfylt når erverver antas å ha oppnådd kontroll i det mellomliggende selskap. Dette er av lovgiver fastsatt til 50 prosent av de stemmebærende aksjene. I forarbeidene presiserer det at man ved en slik andel oppnår kontroll over det mellomliggende selskaps ledelse og at man da også kan kontrollere aksjene som det

⁷⁰ NOU 1996:2 s. 116

⁷¹ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s.266

mellomliggende selskap har i det børsnoterte selskapet.⁷² Det følger av vphl. § 4-1 (3) at konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 4-5 også får anvendelse her. Dette betyr at de aksjene som erververs nærstående eier vil regnes med når man skal avgjøre om 50 prosentgrensen er overtrådt. Hvem som regnes som ”nærstående” følger av vphl. § 1-4.

For at tilbudsplikten skal kunne utløses ved indirekte erverv må man huske på at 40-prosentgrensen etter første ledd også må oppfylles.⁷³ Det betyr at erverver og det mellomliggende selskap må eie over 40 prosent av de stemmebærende aksjene i det børsnoterte selskapet.

Videre må det mellomliggende selskapets ”vesentlige virksomhet” bestå av å eie aksjer i det børsnoterte selskap, jfr. vphl. § 4-1 (2) nr. 1. Vi kan altså her ha en situasjon der et selskap kontrollerer det mellomliggende selskap, som igjen har kontrollen over det børsnoterte selskapet. Hvis selskapet som kontrollerer det mellomliggende selskap selger sine aksjer, vil det ikke utløses noen tilbudsplikt så lenge det mellomliggende selskap sin hovedaktivitet er noe annet enn å eie de børsnoterte aksjene.

Dette kan føre til at enkelte oppkjøpere forsøker å omgå reglene slik at plikten ikke utløses. Det gjøres ved at oppkjøperen forsøker å fylle opp det mellomliggende selskap med andre aktiviteter, slik at ikke dets vesentlige virksomhet består i å eie aksjer i det børsnoterte selskapet. I slike tilfeller vil man imidlertid måtte se hen til hva som er det mellomliggende selskaps reelle virksomhet og legge dette til grunn ved vurderingen.

Det kan også argumenteres med at det ikke har funnet sted et kontrollskifte i denne situasjon. Det kan hevdes at det børsnoterte selskapet er kontrollert av det mellomliggende selskap både før og etter aksjene i det mellomliggende selskap er solgt, og at det fortsatt er det mellomliggende selskapet som rettssubjekt, som er innehaver av aksjene. Men her bør det merkes at det har funnet sted et eierskifte i det mellomliggende selskap. Siden dette selskapet kontrollerer det børsnoterte selskapet, så må det kunne

⁷² NOU 1996:2 s. 116

⁷³ Ot.prp.29 (1996-97) s. 72-73

hevdes at det også har funnet sted et kontrollskifte i det børsnoterte selskapet. De som nå kontrollerer det mellomliggende selskap vil kunne ha et annet syn på hvordan det børsnoterte selskapet skal drives. Aksjonærene vil derfor ha et behov for å kunne tre ut av selskapet.

I forarbeidene argumenteres det videre med at det ikke er betalt noen kontrollpremie i denne situasjon.⁷⁴ Årsaken til dette er at prisen på aksjene i det mellomliggende selskap i liten grad er blitt påvirket av aksjene som eies i det børsnoterte selskapet. Dette skyldes at aksjene i det børsnoterte selskapet ikke er det aktuelle selskapets vesentlige virkeområde.

Men selv om eierskapet i aksjene ikke er selskapets viktigste satsningsområde, så kan de være svært viktige. Det må derfor være legitimt å stille spørsmål om verdien av aksjene i det mellomliggende selskap i noen tilfeller kan være mer påvirket av de børsnoterte aksjene enn det som er forutsatt av forarbeidene.

Forarbeidene fremhever at det må foretas en konkret vurdering av om det mellomliggende selskapets ”vesentlige virksomhet” er å eie de børsnoterte aksjene.⁷⁵ Det trekkes en parallell til det engelske system, hvor vilkåret er oppfylt når 75 prosent av selskapets aktiva er knyttet opp til eierinteresser i det børsnoterte selskapet.

5.4.2 Vphl. § 4-1 (2) nr. 2

I vurderingen ovenfor av vphl. § 4-1 (1) nr.1 var det mellomliggende selskap et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Her så vi at lovgiver mente erververen oppnådde kontroll over selskapet ved 50 prosent av de stemmebærende aksjene.

⁷⁴ NOU 1996:2 s. 116

⁷⁵ NOU 1996:2 s. 116

Vphl. § 4-1 (2) nr. 2 omhandler indirekte erverv i de tilfellene der det mellomliggende selskap er et ansvarlig selskap. Selskapsloven § 1-2 (1)(b), jfr. § 1-1 (1) har en legaldefinisjon av hva som kjennetegner et ansvarlig selskap.⁷⁶

Det er en helt annen situasjon å oppnå kontroll over et ansvarlig selskap. Etter selskapsloven § 2-12 (1) er utgangspunktet at det må være enighet blant samtlige deltakere før noe kan bestemmes på selskapsmøtet. Dette har sammenheng med det personlige ansvar den enkelte deltager har i denne selskapsformen, jfr. selskapsloven § 2-4 (1).

Lovgiver tatt høyde for at tidspunktet for når erverver oppnår kontroll er avhengig av hva slags type selskap det er snakk om. I vphl. § 4-1 (1) nr. 2 er det nok at det erverves en andel i selskapet, dersom selskapet kun har en eier. Det er også nok med en andel dersom alle selskapets eiere er erververens "nærstående" I vphl. § 1-4 sin forstand.⁷⁷

⁷⁶ Lov om ansvarlig selskaper og kommandittselskaper av 21. juni 1985 nr. 83 (selskapsloven)

⁷⁷ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s.267

6 Man må bli "eier" av aksjene

Det neste vilkåret er at man må bli "eier" av aksjene, vphl. § 4-1 (1).

6.1 Eiertidspunktet

Spørsmålet er på hvilket tidspunkt man kan sies å ha blitt eier av aksjene. Dette har betydning i forhold til når tilbudsplikten kan utløses.

Det fremgår av forarbeidene at tilbudsplikten utløses på det tidspunkt eierbeføyelsene går over på erververen.⁷⁸ Videre hevdes det at selve oppgjørstidspunktet i denne sammenheng ikke får noen selvstendig betydning. I Vedtak og Uttalelser 2001 s.91-93 viser derimot børsen til at overgangen av aksjonærrettighetene normalt vil finne sted ved overføring av aksjene i VPS, altså ved tidspunktet for oppgjør. Det uttales samtidig at det må foretas en konkret vurdering av om eierbeføyelsene anses overført.

6.2 Opsjoner

En opsjon er en rettighet til å kjøpe eller selge et visst antall aksjer, på et gitt tidspunkt eller i løpet av en periode, og til en fastsatt pris. I det følgende vil spørsmål knyttet til kjøpsopsjoner behandles, nemlig der en person, juridisk eller fysisk, gis rett til selv å beslutte et aksjekjøp på nærmere fastsatte vilkår.

Som et utgangspunkt vil ikke kjøp av en opsjon favnes av det å "eie" en aksje.⁷⁹

Forarbeidene fremhever i den forbindelse at det å skaffe seg opsjoner er en sentral strategi når man planlegger et oppkjøp.⁸⁰ Det kan således argumenteres for at en

⁷⁸ NOU 1996:2 s. 120

⁷⁹ NOU 1996:2 s. 113

oppkjøper bør ha anledning til å skaffe seg opsjoner uten at det i seg selv utløser en tilbudsplikt.

Men dersom retten til å kjøpe aksjene i realiteten er et erverv, vil børsen ha mulighet til å pålegge rettighetshaveren en tilbudsplikt, vphl. § 4-1 (4). Det kan være vanskelig å avgjøre om det er tale om et reelt erverv. En pekepinn kan det imidlertid være om opsjonspremien er høy, samtidig som innløsningskursen er så lav at det er klart at den vil bli innløst.⁸¹

Det kan være problematisk at det ikke klart fremgår hva slags kriterier børsen legger til grunn for sin skjønnsmessige vurdering. Det vil på den måten være vanskelig for aktørene i markedet å forutberegne sin egen rettsstilling. Det førende for vurderingen bør imidlertid være at en opsjon verken gir organisatoriske eller økonomiske rettigheter i selskapet. En opsjonsinnehaver kan således ikke sammenlignes med en aksjonær, og det vil hele tiden frem til tidspunktet for utøvelsen av opsjonen vil kunne inntre forhold som medfører at opsjonen ikke utøves.

6.3 Lån av aksjer

Det neste spørsmålet jeg skal se på er hvorvidt man kan bli "eier" i vphl § 4-1 (1) sin forstand av lånte aksjer. Det synes i utgangspunktet vanskelig rent språklig å hevde at man er "eier" av aksjer som man bare låner og hvor meningen er at man skal levere de tilbake. En låneavtale vil imidlertid kunne medføre en vid overføring av rettigheter over en lang tidsperiode. Denne må tolkes for å finne frem til rekkevidden av overføringen. Forarbeidene⁸² understreker at det skal bero på en konkret vurdering om lån av aksjer kan likestilles med å "eie" dem. Dette gjøres uten at de nærmere presiserer hva slags

⁸⁰ NOU 1996:2 s. 113

⁸¹ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.], Oslo, 2002. s.254

⁸² Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 70

situasjoner som her kan tenkes å utløse en tilbudsplikt. Uansett må det reelle forhold være bærende for vurderingen, slik at det skjæres gjennom oppkonstruerte forhold.

7 Konsolidering

En aksjonær kan i visse tilfeller bli ansett å ha flere aksjer enn dem som han formelt sett eier. Aksjer som tilhører aksjonærens nærstående vil kunne bli ansett som aksjonærens egne jf. Vphl. § 4-5 (1). Man finner en legaldefinisjon på hvem som anses å være ”nærstående” i vphl. § 1-4. Her favnes blant annet ektefelle, samboer og barn. Det samme gjelder de som for eksempel gjennom en aksjonæravtale inngår et forpliktende samarbeid om stemmegivning. Her utvides altså anvendelsesområdet for tilbudsplikten i forhold til hvordan den fremstår etter § 4-1.

Poenget med konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 4-5 er at dersom to parter favnes av bestemmelsen, så vil tilbudsplikten kunne bli aktuell neste gang en av partene kjøper aksjer i selskapet. Hvis hver av partene eier 19 prosent av aksjene i selskapet, vil for eksempel tilbudsplikten bli en realitet når en av dem kjøper ytterligere over to prosent av de nevnte aksjene.

7.1 Konsolidering ved samarbeid?

Et samarbeid er i utgangspunktet ikke nok til at reglene om tilbudsplikt får anvendelse.⁸³ Dette betyr at to aksjonærer som hver eier 25 prosent av aksjene, for eksempel kan inngå et samarbeid på selskapets generalforsamling for å skifte styret. Dette kan de gjøre uten å måtte fremsette et tilbud om å kjøpe ut de øvrige aksjonærer.

Det kan argumenteres med at det her har funnet sted et kontrollskifte i selskapet, noe som kan medføre at de øvrige aksjonærene ønsker å selge sine aksjer. Normalt vil årsaken til kontrollskiftet være mindre viktig for aksjonærene.⁸⁴ De stilles i samme

⁸³ NOU 1996:2 s. 115

⁸⁴ NOU 1996:2 s. 117

situasjon uansett om endringen skyldes salg av aksjer, eller om det er et samarbeid mellom to aksjonærer som er årsaken. Det kan derfor argumenteres for at også samarbeidstilfellene burde utløse en tilbudsplikt.

Reglene slik de er utformet i dag kan åpne for en omgåelse av reglene om tilbudsplikt. Det vil være fordelaktig for partene å inngå et samarbeid, fremfor å overdra aksjene. Slike muligheter for omgåelse av regelverket er uheldig, noe som taler for at tilbudsplikten her burde bli en realitet.

På den annen side så fremheves det i forarbeidene at det i et slikt tilfelle ikke er betalt noen kontrollpremie som bør fordeles mellom aksjonærene. Dette er noe som taler for at tilbudsplikten ikke bør utløses.⁸⁵

Forarbeidene⁸⁶ legger videre stor vekt på at det i det norske markedet ikke er uvanlig med krysseierskap. Skulle konsolidering i seg selv medføre en tilbudsplikt ville dette motvirke fornuftige struktureringer i næringslivet. Det er en kjensgjerning at man i de fleste børsnoterte selskaper har konstellasjoner og grupperinger mellom aksjonærene, og at man ofte har fraksjoner under generalforsamlingsmøtene. Dette kan ikke sies å være annet enn naturlig, i og med at det nesten alltid vil eksistere interessekonflikter med hensyn til hvorledes et selskap skal drives.

Regelen slik den fremstår i dag synes derfor hensiktsmessig. Men i situasjoner der det er åpenbart at et begrenset antall parter gjennom et samarbeid systematisk omgår tilbudsplikten, bør det etter omstendighetene kunne være adgang til gjennomskjæring og dermed konsolidering.

En slik adgang har man dersom det er tale om et ”forpliktende samarbeid” i § 1-4 sin forstand. Dette kan altså medføre konsolidering etter vphl. § 4-5. En ordlydstolkning tilsier at det må foreligge noe mer enn et samarbeid. Partene må på en eller annen måte

⁸⁵ NOU 1996: s. 117

⁸⁶ NOU 1996: s. 117

ha gitt hverandre en forventning om at det skal samarbeides i det videre. Forarbeidene understreker at praksis fra børsklagenemnda tilsier at det må foreligge en stilltiende avtale partene imellom, og at det må bero på en konkret vurdering om forpliktende samarbeid foreligger i den enkelte sak.⁸⁷

Børsklagenemnda vurderte om dette vilkåret var oppfylt i sak 3/2002 i Vedtak og Uttalelser s.110-113. Spørsmålet var om det forelå en slik avtale mellom CSFB og Riverstone, og om de med bakgrunn i avtalen jobbet sammen for å oppnå kontroll i det børsnoteerte selskapet FDR. CSFB og Riverstone hadde tidligere investert i FDR, noe som medførte at de hadde en eierpost på 25 prosent hver. Det forelå i den forbindelse ingen eiermessige forbindelser mellom de to investorene. Det faktum at partene her tegnet en aksjonæravtale om gjensidig kjøpsrett/medsalgsplikt i hverandres aksjepost var ikke nok til at det forelå ”forpliktende samarbeid”. FDR henvendte seg på nytt til de to selskapene om ytterligere investeringer. CSFB/Riverstone sa seg villig til dette, men emisjonen ble stoppet av FDR sine øvrige aksjonærer. CSFB og Riverstone la da frem en felles intensjonserklæring om et frivillig tilbud til de øvrige aksjonærene. Dette ble godkjent av aksjonærene. Det viste seg imidlertid senere at interessen for FDR-aksjen falt, noe som medførte at CSFB og Riverstone ikke ville gjennomføre oppkjøpet av aksjonærenes poster. Aksjonærene mente at tilbudsplikten her måtte utløses på bakgrunn av konsolidering mellom CSFB og Riverstone. Børsklagenemnda sa seg ikke enig i dette, og viste til at CSFB/Riverstone ikke hadde hatt kontroll over styret som bestemte at det skulle innhentes ytterligere kapital fra CSFB/Riverstone. Når det gjaldt deres felles tilbaketrekning fra intensjonserklæringen kunne dette riktignok ses på som et samarbeid i den enkelte sak, men ikke som et generelt ”forpliktende samarbeid”.

Et eksempel på at det forelå ”forpliktende samarbeid” har vi i børsklagenemndas sak av 1/2003 i Vedtak og Uttalelser s. 134-136. Spørsmålet var om Orkla var konsolidert med Nordstjernen vedrørende aksjer i Elkem. Orkla anførte at det ikke forelå en avtale om at partene skulle samarbeide på sikt for å oppnå kontrollen i Elkem. Børsklagenemnda slo fast at det var klart at formelle avtaler om styringen av et selskap vil favnes.

⁸⁷ NOU 1996:2 s. 114- 115 og Børsklagenemndas avgjørelse 2/1992 (Skaugen-saken)

Forarbeidene uttrykker at denne avtalen kan være stilltiende,⁸⁸ og nemnda kom i den forbindelse med noen generelle betraktninger om hva et ”forpliktende samarbeid” innebærer. Det fremheves at en avtale kan være ”forpliktende” selv om det ikke foreligger noen sanksjonsadgang ved eventuell brudd på avtalen. Dette innebærer at anvendelsesområdet utvides noe, slik at bestemmelsen kan komme til anvendelse selv om man ikke har å gjøre med en avtale i streng juridisk forstand. I samme retning trekker tolkningen av konsolideringsbestemmelsen i den forrige lov om verdipapirhandel fra 1985, § 5A (2), hvor personer som ”opptrer i forståelse” med hverandre skal anses å være nærstående. Der åpnes det altså for en videre tolkning enn at det kun er bindende juridiske avtaler som favnes. Når forarbeidene fremhever at konsolideringsbestemmelsen i hovedsak skal videreføres til vår någjeldene lov, åpner dette for en tilsvarende tolkning av dagens regler.⁸⁹ På denne bakgrunn kommer nemnda frem til at det ikke var nødvendig med noe rettslig forpliktende samarbeid for at vilkåret skulle være oppfylt. Hvorvidt kravet tilfredsstilles vil bero på en helhetlig vurdering av sakens faktum. I den foreliggende sak fant nemnda at vilkåret om ”forpliktende samarbeid” var oppfylt. Dette skyldes at Orkla hadde en stor eierandel i Nordstjernen. Videre forelå det en aksjonæravtale som viste at Orkla skulle stå for den daglige driften av Nordstjernen, samt at Orkla hadde kompetanse til å utpeke to av styremedlemmene i Nordstjernen.

⁸⁸ NOU 1996:2 s. 114

⁸⁹ NOU 1996:2 s. 114

8 Etterfølgende erverv

Situasjonen er her at erververen allerede eier over 40 prosent av aksjene i et selskap. Spørsmålet blir om tilbudsplikten utløses dersom denne aksjonæren kjøper seg ytterligere opp i selskapet. Den rettslige reguleringen finner vi i vphl. § 4-6. Det kan innledningsvis presiseres at dersom erververen selger seg ned til under 40 prosent, vil tilbudsplikten utløses etter § 4-1 dersom erververens eierandel på nytt overstiger 40 prosent. Vphl. § 4-6 omhandler altså variasjoner i eierandeler som holder seg over 40 prosent.

Man må her skille mellom to ulike situasjoner. Utfallet er avhengig av om erververen tidligere har utløst tilbudsplikten eller ikke.

Erververen har kanskje allerede fremsatt et tvungent tilbud til de øvrige aksjonærene. Dette ble han i så fall pålagt etter vphl. §4-1, i det 40 prosent grensen ble oversteget. I et slikt tilfelle skal ikke erververen tvinges til å fremsette et nytt tilbud, jfr. vphl. § 4-6 (1).

Bakgrunnen for at vi ikke har en gjentatt tilbudsplikt, er nærmere diskutert i verdipapirhandellovens forarbeider.⁹⁰ Minoritetsaksjonærene vil her allerede ha hatt en anledning til å selge seg ut av selskapet gjennom det tilbudet de mottok da 40-prosentgrensen ble passert. Dette bidrar til å gi minoritetsaksjonærene den beskyttelse de behøver.

Forarbeidene viser videre til at erververen ikke nødvendigvis betaler noen kontrollpremie ved sin siste anskaffelse av aksjer.⁹¹ Bakgrunnen for dette er at erververen antas å ha overtatt kontrollen over selskapet allerede ved 40 prosent.

⁹⁰ NOU 1996:2 s. 119

⁹¹ NOU 1996:2 s. 119

Hvorvidt han kjøper seg opp fra for eksempel 55 prosent til 58 prosent, vil ha liten betydning når det gjelder graden av kontroll erververen kan utøve over selskapet. Det er altså ingen fordeling av en premie som skulle tilsi at tilbudsplikten inntreffer på ny.

Man kan også stå overfor en situasjon der erververen har passert 40 prosent grensen og oppfylt de øvrige vilkårene i vphl. § 4-1, uten at tilbudsplikten er blitt utløst. Årsaken til dette kan være at en av unntaksbestemmelsene i vphl. § 4-2 eller § 4-3 kom til anvendelse.⁹² Dersom vedkommende kjøper seg ytterligere opp i selskapet, og dette ervervet ikke favnes av unntaksbestemmelsen i vphl. §4-2, vil tilbudsplikten utløses. Dette gjelder uavhengig av hvor mange aksjer denne anskaffelsen omfatter, jfr. ”ethvert etterfølgende erverv”, vphl. § 4-6 (1).

Forarbeidene forutsetter at man heller ikke blir fritatt for tilbudsplikt hvis man selger aksjer, for deretter å kjøpe seg opp igjen til sitt gamle nivå.⁹³ Vi kan tenke oss en aksjonær som var eier av 44 prosent av aksjene i selskapet, uten at tilbudsplikten var utløst. Han selger seg deretter ned til 41 prosent. Tilbudsplikten utløses dersom han på nytt erverver aksjer, selv om det bare skulle være snakk om 3 prosent.

Vphl. § 4-6 (2) begrenser regelens virkeområde. Etter bestemmelsen nr. 1 vil en aksjonær som ved lovens ikrafttredelse var eier av mer enn 45 prosent av aksjene i det børsnoterte selskap, kunne erverve flere aksjer uten at det utløses noen tilbudsplikt.⁹⁴ Bakgrunnen for regelen er at de øvrige aksjonærene i en slik situasjon ikke har noen berettiget forventning om et tilbud.⁹⁵ Dette skyldes at erververen allerede har kontrollen over selskapet. Slik var også reglen forstått før vi fikk denne bestemmelsen, jfr. Børsklagenemndas avgjørelse i skaugensaken 2/1992.

⁹² Bergo, s. 258

⁹³ Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 69-70

⁹⁴ Loven trådte i kraft 1. desember 1997.

⁹⁵ Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 69

Videre kan en aksjonær etter vphl. § 4-6 (2) nr. 2 erverve flere aksjer uten at det inntreir noen tilbudsplikt etter første ledd, dersom han var eier av over 40 prosent av aksjene ved tidspunktet for børsnotering. Bakgrunnen for denne regelen er at aksjonærene på dette tidspunkt er klar over selskapets eierstruktur.⁹⁶ Hensynene bak tilbudspliktsreglen vil dermed ikke gjøre seg gjeldene.

Etter vphl. § 4-6 (2) nr. 1 og nr. 2 knyttes grensen opp til erverv av "aksjene" i det børsnoterte selskapet. Det foreligger ingen klare hensyn som taler for at begrepet i bestemmelsen skal tolkes annerledes enn § 4-1. Dette betyr at det må være erverv av de stemmeberettigede aksjene som er avgjørende for om grensen er oppfylt.

⁹⁶ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s 300

9 Unntak

Hvis alle vilkårene i vphl. § 4-1 er oppfylt er utgangspunktet at tilbudsplikten vil inntre. Det finnes likevel unntak fra denne hovedregelen og jeg vil nedenfor se nærmere på tre typer av slike unntak. Nedenfor under punkt 9.1 gjøres det rede for noen særskilte former for erverv som på tross av at vilkårene etter vphl. § 4-1 er oppfylt, likevel gjør unntak fra tilbudsplikt. Under punkt 9.2 omhandles enkelte særregler knyttet til ulike institusjoner, før det i punkt 9.3 foretas en gjennomgang av regelverket knyttet til aksjer som er notert på flere børser.

Det kan innledningsvis nevnes at unntakene kommer til anvendelse ved ”tilbudsplikt etter § 4-1”, jfr. vphl § 4-2. Dette medfører at det også ved indirekte erverv etter vphl. § 4-1 (2) kan gjøres unntak fra tilbudsplikten.

9.1 Ulike erverv

Jeg vil her se på typer av erverv som ikke utløser en tilbudsplikt, selv om vilkårene i vphl. § 4-1 er oppfylt.

9.1.1 Erverv ved arv eller gave

Utgangspunktet etter vphl. § 4-2 (1) nr 1 er at erverv gjennom arv eller gave ikke vil utløse en tilbudsplikt. Dette betyr at hvis en person for eksempel gjennom arv blir eier av mer enn 40 prosent av aksjene i et selskap, så medfører ikke dette at han må gi et tilbud til samtlige aksjonærer. I følge forarbeidene er hensynet bak denne regelen at det ikke er betalt noen kontrollpremie for aksjene som bør fordeles aksjonærene i mellom.⁹⁷

⁹⁷ NOU 1996:2 s. 110

På den annen side vil det her finne sted et kontrollskifte i selskapet. Det at minoritetsaksjonærene skal gis muligheten til å selge seg ut av selskapet er en av hovedgrunnene til at man har bestemmelser om tilbudsplikt. Det kan derfor argumenteres for at aksjonærene bør ha anledning til dette også i de tilfellene der eierskifte skyldes arv eller gave.

Forarbeidene viser videre til at det fremstår som urimelig overfor mottakeren av en arv eller gave, dersom vedkommende blir satt i en posisjon der man blir tvunget til å selge sine aksjer etter vphl. § 4-8 og § 4-9.⁹⁸ Det vil være tilfelle dersom tilbudsplikten inntreffer og mottakeren ikke har tilstrekkelige midler til å fremsette et tilbud til samtlige aksjonærer. Forarbeidene begrunner dette med den personlige forbindelse det er mellom avhender og mottaker i slike situasjoner. Dette argumentet er nok ikke like tungtveiende i alle situasjoner. I mange tilfeller vil det være verdien av aksjene som er av interesse for mottaker. I tillegg vil en arv sjelden være sikker før arven faller og arvingen (erververen) faktisk mottar det han har krav på etter loven eller etter et testament. I arveretten er hovedregelen at arvelater fritt disponerer over sine midler i live, og i dette perspektiv vil en erverver av arven være prisgitt det han mottar, selv om det skulle innebære at et regelverk skulle pålegge ham å realisere en del av arven. Ut i fra et slikt perspektiv vil det ikke nødvendigvis være like rimelig å kreve kontinuitet. Dette vil således tale for at det ikke vil være urimelig at mottakeren eventuelt må selge seg ned, slik at tilbudsplikten ikke inntreffer.

Regelen, slik den fremstår i dag, kan lede til at store aksjonærer forsøker å omgå tilbudsplikten. Dette kan de gjøre ved å gi aksjer i gave, eventuelt forskudd på arv, til sine barn. På denne måte vil de kunne holde seg under 40 prosent grensen, men samtidig reelt sett kontrollere selskapet. Det fremgår av forarbeidene⁹⁹ at dette riktignok er en situasjon som sjelden oppstår. Årsaken til dette er at arv eller gave sjelden er av en slik størrelsesorden at det vil medføre et kontrollskifte i selskapet. Det kan derfor hevdes at aksjonærene ikke i særlig grad vil omgå tilbudspliktsreglene i denne situasjon.

⁹⁸ NOU 1996:2 s. 110

⁹⁹ NOU 1996:2 s. 110

Også i en gavesituasjon må det reelle forhold legges til grunn. Dersom det i realiteten gis en motytelse selv om den er spesiell eller uvanlig, vil man falle utenfor gavebegrepet og således også unntaksregelen.

9.1.2 Erverv ved skilsmisse

Det fremgår av vphl. § 4-2 (1) nr 2 at utgangspunktet er at de aksjer man mottar på bakgrunn av et skifte mellom ektefeller ikke skal medføre noen tilbudsplikt.

Utgangspunktet etter ekteskapsloven av 4. juli 1991 § 66 er at hver av ektefellene ved en skilsmisse, har rett til å beholde de eiendeler eller rettigheter vedkommende eier. Et skifte vil derfor sjelden føre til endringer av kontrollen i et børsnotert selskap.

9.1.3 Fusjon og fisjon

Utgangspunktet er at aksjer som mottas i forbindelse med en fusjon eller fisjon vil anses å være et "erverv" etter vphl. § 4-1. Etter vphl. § 4-2 (1) nr.3 vil dette likevel ikke utløse en tilbudsplikt. En forutsetning er her at aksjeervervet må skje gjennom et "vederlag" ved fisjon eller fusjon.

Det vil nå bli sett nærmere på den situasjon som oppstår når begge partene i en fusjon innehar aksjer i et børsnotert målselskap.

I de tilfeller der fusjonen innebærer at det fusjonerte selskapet blir eier av mer enn 40 prosent av aksjene i målselskapet, vil dette utløse en tilbudsplikt overfor de øvrige aksjonærer i målselskapet. Bakgrunnen for at det her oppstår en tilbudsplikt, er at fusjonen medfører et kontrollskifte i målselskapet.¹⁰⁰ Minoritetsaksjonærene vil ikke ha mulighet til å øve noen innflytelse på eierskiftet og bør gis mulighet til å selge seg ut av selskapet.

¹⁰⁰ NOU 1996:2 s. 112

En annen situasjon oppstår dersom den ene part i fusjonen eier over 40 % av aksjene i det tredje børsnoterte selskapet, mens den andre part i fusjonen ikke eier slike aksjer. Vil dette medføre at det må fremmes et tilbud til aksjonærene i det tredje selskapet?

Hvis det er det overdragende selskapet som eier aksjene, så vil en tilbudsplikt inntre overfor aksjonærene i det tredje selskapet.¹⁰¹ Dette skyldes at det her skjer et kontrollskifte i det tredje selskapet, som gir småaksjonærene et mulig ønske om å selge seg ut. Hensynet til beskyttelse av aksjonærene kommer altså inn som en faktor.

Men hvordan vil dette forholde seg dersom det er det overtakende selskapet i fusjonen som eier aksjene i det tredje selskapet? Det vil da ikke være naturlig å si at selskapet har ervervet aksjene, og det er heller ikke betalt noen kontrollpremie for aksjene. Etter gjeldende rett vil ikke tilbudsplikten utløses her.

Det er likevel argumenter som taler for at man burde hatt en tilbudsplikt i en slik situasjon.

For det første har det her skjedd et skifte med tanke på hvem som har kontrollen over det tredje selskapet. Selv om ikke det har funnet sted noe direkte salg av aksjene, så er sammensetningen av dem som har kontrollen over det tredje selskapet nå forandret. Det er nå det nye fusjonerte selskapet som har overtatt kontrollen. Dette kan medføre at de ønsker å føre det tredje selskapet i en annen retning enn de tidligere eiere har gjort, noe som igjen gir aksjonærene et behov for å kunne selge seg ut. Dette taler altså for at denne situasjon burde ha utløst en tilbudsplikt.

For det andre vil en regel om tilbudsplikt i disse tilfellene være med på å hindre at partene gis anledning til å omgå regelverket. Dette ville de kunne gjøre ved å sørge for at det selskap som eier aksjene i det tredje selskapet gjøres til den overtakende part. Det fremheves imidlertid i forarbeidene at det er andre momenter som er avgjørende for

¹⁰¹ NOU 1996:2 s. 112

selskapene når det besluttes hvilken posisjon den enkelte part skal ha. En omgåelse av plikten vil her altså ikke være spesielt praktisk.¹⁰²

9.1.4 Unntaket i vphl. § 4-2 (3)

Børsen har etter vphl. § 4-2 (3) likevel en anledning til å pålegge en tilbudsplikt i de overnevnte tilfellene. Vilkåret er at det må foreligge ”særlige tilfeller” som tilsier dette. Årsaken til at man har denne sikkerhetsventil er for å sikre at en aksjonær ikke benytter unntakene i § 4-2 (1) og (2) til å omgå regelverket.¹⁰³ Dette er ment å gi minoritetsaksjonærene en ekstra trygghet.

Denne bestemmelsen gjør det imidlertid vanskeligere for de involverte parter å forutberegne sin egen rettsstilling. Det vil være vanskelig å vite hva som skal til for at børsen velger å iverksette tilbudsplikten, spesielt siden kriteriet fremstår som så vidt vagt og skjønnsmessig. Det kan dermed hevdes at det ville vært mer hensiktsmessig om regelen hadde vært klarere, ved at de nevnte situasjoner enten utløste tilbudsplikt eller ikke. Partene har imidlertid anledning til å be om en forhåndsuttalelse fra børsen, noe som er med på å demme opp for den uheldige vikningen av at børsen er tillagt skjønn i slike spørsmål. Dette gjorde for eksempel Oslo kommune i Vedtak og Uttalelser 2001 s. 86-87, hvor de hadde inngått en rammeavtale med Hafslund ASA om en fusjon mellom Hafslund ASA og Viken Energinett AS. Oslo kommune eide 67 prosent av aksjene i Viken Energinett AS og lurte på om tilbudsplikten kunne utløses i en slik situasjon.

9.2 Ulike institusjoner

Tilbudsplikten vil heller ikke komme til anvendelse når en ”finansinstitusjon” erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på et engasjement, jfr. vphl. § 4-3 (1) 1.

¹⁰² NOU 1996:2 s. 112

¹⁰³ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo , 2002. s.281

pkt. En legaldefinisjon av "finansinstitusjon" er inntatt i finansieringsvirksomhetsloven § 1-3, jfr. § 1-2.¹⁰⁴

En aktuell situasjon som kan favnes av vphl. § 4-3 er når en finansinstitusjon har lånt ut penger til et selskap A som eier aksjer i et børsnotert selskap B. Etter en stund viser det seg at selskap A ikke klarer å betjene gjelden den har hos finansinstitusjonen. I slike tilfeller vil finansinstitusjonen kunne dekke sitt tilgodehavende gjennom aksjer i selskap B. Selv om dekningen av gjelden medfører at finansinstitusjonen erverver mer enn 40 prosent av aksjene i det børsnoterte selskapet, vil altså ikke tilbudsplikten utløses. Det er en forutsetning at institusjonen straks informerer børsen om forholdet.

Det kan argumenteres med at det her finner sted et kontrollskifte som innebærer at tilbudsplikten burde utløses. Som det fremheves i lovens forarbeider, er det imidlertid usannsynlig at institusjonen over tid vil holde seg over 40-prosentgrensen.¹⁰⁵ Dette skyldes at det finnes restriksjoner på hvilke og hvor mye eiendeler en finansinstitusjon kan eie i et annet selskap.¹⁰⁶

Videre vil finansinstitusjonen i mange tilfeller ikke ha noen valgmulighet i en slik situasjon som nevnt. Hvis de ikke tar seg betalt gjennom aksjer, vil de tape pengene på sitt engasjement. Dette taler for at minoritetsaksjonærene derfor her må godta at det er institusjonenes interesser som prioriteres.

9.3 Aksjer notert på flere børser

Dersom et norsk selskap har aksjer som er notert på børs både i Norge og utenlands, er utgangspunktet at tilbudsplikten inntreffer på vanlige vilkår etter norsk rett.¹⁰⁷ Dette kan

¹⁰⁴ Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner 10. juni Nr 40. 1988
(Finansieringsvirksomhetsloven)

¹⁰⁵ NOU 1996:2 s. 120

¹⁰⁶ Lov om forsikringsvirksomhet §§ 7-1, 7-2. Finansieringsvirksomhetsloven § 2-16.
Forretningsbankloven § 24. Sparebankloven § 24

¹⁰⁷ NOU 1996:2 s. 106

imidlertid være i uoverensstemmelse med det aktuelle lands eventuelle regler om tilbudsplikt. Børsen er derfor i vphl. § 4-4 gitt myndighet til å gjøre unntak fra tilbudsplikten i slike tilfeller. Det er en skjønnsmessig adgang til å fravike tilbudspliktsreglene som her er tillagt børsen, jfr. ordlyden ”kan” i vphl § 4-4. Dette medfører at de involverte parter ikke har krav på å bli unntatt bare fordi selskapets aksjer er notert på flere børser.

10 Tilbudet

Situasjonen er her at erververen har oppfylt samtlige vilkår i vphl. § 4-1, hvilket innebærer at han må fremsette et tilbud om å kjøpe opp aksjene til selskapets øvrige aksjonærer. Jeg vil under dette punkt se nærmere på innholdet i dette tilbudet, slik det fremkommer i vphl. § 4-10.

Det kan innledningsvis nevnes at de krav som her stilles til det pliktige tilbud er ufravikelige.¹⁰⁸ Dette er av hensyn til et effektivt regelverk. Dersom erververen kunne utforme tilbudet slik han selv fant det best, så hadde han dermed blitt gitt en mulighet til å omgå tilbudsplikten. Ingen av aksjonærene ville for eksempel benyttet seg av tilbudet hvis prisen for eksempel ble satt uforholdsmessig lavt. En slik situasjon kunne i så fall medført at reglene om tilbudsplikten ikke fikk noe reelt innhold. I vphl. § 10-4, 4. ledd er det derfor eksplisitt gitt regler om fastsettelsen av tilbudets størrelse, altså minsteprisen pr. aksje som skal benyttes i tilbudet.

10.1 Fristen

Det følger av vphl. § 4-10 (1) at det må fremsettes et tilbud til de øvrige aksjonærer innen fire uker etter at ”tilbudsplikten inntrådte”. Fristutgangspunktet er altså knyttet opp til det tidspunkt da tilbyder ervervet de aksjene som utløste tilbudsplikten etter vphl. § 4-1.

Tilbudet må fremsettes ”uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker” etter at tilbudsplikten inntrådte. Man opererer her altså med en skjønnsmessig frist, men også med en absolutt frist. Det kan likevel vanskelig tenkes at tilbyder kan sies å ha oversett alternativet ”uten ugrunnet opphold”, så lenge han har holdt seg innenfor den

¹⁰⁸ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s.318

absolutte frist på fire uker.¹⁰⁹ Årsaken til dette er at tilbydereren må utarbeide et tilbudsdokument som fyller vilkårene i vphl. § 4-13, samtidig som børsen må godkjenne tilbudet etter vphl. § 4-14. Siden denne prosessen nødvendigvis er tidkrevende, vil i realiteten ikke den relative frist brytes så lenge den absolutte frist overholdes.

Formålet med at det finnes en lovbestemt frist som må overholdes er at man på den måten hindrer at tilbydereren utsetter selve gjennomføringen av tilbudet.¹¹⁰

Etter EU-direktivet artikkel 5 pkt 1 skal et slikt tilbud fremsettes "at the earliest opportunity". Dette må sies å sammenfalle med fristen "uten ugrunnet opphold" som vi opererer med i Norge.

10.2 Hvem omfattes av tilbudet

Det fremgår av vphl. § 4-10 (2) at tilbudet skal omfatte "alle" aksjene i selskapet. Erververen må altså gi et tilbud om å kjøpe opp samtlige utstedte aksjer i selskapet som ikke fra før eies av erververen, uavhengig av om aksjene bærer stemmevekt eller ikke. Bakgrunnen til dette er i følge forarbeidene at tilbudsplikten skal sikre aksjonærenes rett til utløsning og likebehandling.¹¹¹ Dette ville ikke vært fulgt dersom det for eksempel bare var nødvendig for erververen å fremsette et tilbud til de aksjonærer som var eiere av aksjer med stemmerett.

Tilbudet gjelder som nevnt "alle" aksjene i selskapet. Det fremheves i kommentarutgaven til lov om verdipapirhandel at eventuelle nye aksjer som utstedes etter at tilbudsplikten utløses, derfor også må favnes.¹¹² En slik tolkning av bestemmelsen støttes også av Bergo.¹¹³

¹⁰⁹ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s.319

¹¹⁰ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s.319

¹¹¹ NOU 1996:2 s. 106

¹¹² Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s.322

¹¹³ Bergo, s. 261

10.3 Eventuelle forbehold i tilbudet

Det følger av vphl. § 4-10 (3) at tilbudet ikke kan ”gjøres betinget”. Dette betyr at tilbyderen ikke kan gjøre tilbudet avhengig av vilkår som mottakeren må oppfylle for å kunne benytte seg av tilbudet. Hensynet til at tilbudet ikke kan gjøres betinget er at man ønsker å hindre at tilbudsplikten uthules.¹¹⁴ Dersom tilbyderen hadde anledning til å fremsette vilkår for aksept, ville han gjennom urimelige vilkår kunne sørge for at aksjonærene ikke ville benytte seg av utløsningsmuligheten. Aksjonærene ville dermed i realiteten mistet den beskyttelse som tilbudsplikten skal gi dem. Dette medfører at betingelser knyttet til selskapets virksomhet, resultat e.l også er utelukket.

Dette er en endring i forhold til hvordan regelverket var etter den forrige lov om verdipapirhandel fra 1985. Riktignok var også der adgangen til å sette vilkår for tilbudet snever. Tilbyderen hadde kun anledning til å kreve at han til sammen ble eier av minst to tredjedeler av stemmene i selskapet. Forarbeidene begrunner denne endringen med at behovet for slike vilkår kan ivaretas gjennom muligheten til å komme med frivillige tilbud.¹¹⁵ Tilbyders interesser er i følge forarbeidene ivaretatt ved at han har anledning til å sette betingelser for aksept før tilbudsplikten utløses.

10.4 Hvilken pris som skal tilbys aksjonærene

Det fremgår av vphl. § 4-10 (4) hvilken pris som skal tilbys. Tilbyderen må etter første punktum gi et tilbud som tilsvarer den høyeste avtalte, eller betalte pris for aksjene som har funnet sted i løpet av de siste seks månedene. Formålet med at lovgiveren har foretatt en slik regulering er at det vil være med på å sikre at alle aksjonærene får ta del i den kontrollpremie som tilbyderen har betalt.¹¹⁶ EU-direktivet inneholder en tilsvarende regulering i artikkel 5 pkt. 4.

¹¹⁴ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 324

¹¹⁵ Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 75

¹¹⁶ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s.325-326

Det er kommet inn en presisering av prisnivået i vphl. § 4-10 (4) 2. punktum som vi ikke hadde etter den forrige loven fra 1985. Nå vil prisen kunne heves ytterligere dersom det er klart at ”markedskursen” er høyere enn hva som fremgår av bestemmelsens første punktum. I forarbeidene presiseres det at ”markedskursen” må ha vært stabilt høyere over en periode for at det skal kunne bli aktuelt å fravike utgangspunktet i første punktum.¹¹⁷ Bakgrunnen for at man har et slikt alternativ, er et ønske om å forhindre omgåelsestilfeller.¹¹⁸ Dette kan finne sted dersom det blir fastsatt en lavere tilbudspris enn hva markedskursen skulle tilsi, grunnet for eksempel oppkjøpers ansettelsesforhold i selskapet. Bestemmelsen skal sørge for at tilbyderer ikke slipper for billig unna i de tilfellene der den siste aksjeposten kjøpes til en lavere pris enn markedskurs.

Det er børsen som skal avgjøre hvilken pris som skal betales etter vphl. § 4-10 (4) 1, jfr. vphl. § 4-14.

Det er et forbud mot forskjellsbehandling av aksjeeiere i tilbudsomgangen, vphl. § 4-10 (9). Dette innebærer likevel ikke at det er i strid med bestemmelsen å tilby lavere pris for aksjer som ikke er stemmeberettigede.¹¹⁹ Det er den usaklige forskjellsbehandling som rammes. Hvis prisen derimot avviker i større grad enn det markedsprisbetraktninger skulle tilsi, vil tilbudet kunne betegnes som et brudd på likebehandlingsprinsippet.

10.5 Betalingsmiddel

Vphl. §4-10 (6) bestemmer at tilbyder skal gi mottakeren en mulighet til å få oppgjøret ”i penger”. Det fremgår av forarbeidene at dette er et tvungen betalingsmiddel i sentralbankloven 24.mai 1985 nr 28 § 14 sin forstand, altså norske kroner.¹²⁰

¹¹⁷ Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 79

¹¹⁸ Nou 1996:2 s. 122

¹¹⁹ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 329

¹²⁰ Ot. prp. nr. 53 (1988-89) s. 23

Begrunnelsen for at oppgjøret skal skje i penger, er at dette er en praktisk oppgjørsmåte som opprettholder en likebehandling av aksjonærene.

Etter vphl. § 4-10 (6) 2. punktum vil aksjeeierne gis rett til å godta alternative oppgjørsformer. Dette kan altså være andre former for oppgjør som partene finner mer hensiktsmessig enn penger. Et eksempel er oppgjør i form av aksjer. Bakgrunnen for at dette kun kan finne sted ved en aksept, er at aksjonærene kan ha avvikende interesser i å motta slike verdipapirer som betaling.

Det er viktig at samtlige aksjonærer eventuelt får et slikt tilbud om oppgjørsform, slik at ikke likhetsforutsetningen i vphl. § 4-10 (9) brytes. Et spørsmål er om noen kan få et tilbud om penger, mens andre får aksjer som betaling. Børsen uttaler i den forbindelse i Vedtak og Uttalelser 1999 s. 73 at ulikheter knyttet til oppgjørsmåte vil kunne ha innvirkning på om tilbudet skal godkjennes eller ikke. Selv om saken gjaldt et frivillig tilbud må de samme betraktninger kunne gjøres ved et pliktig tilbud.¹²¹

Utgangspunktet i EU-direktivet artikkel 5 pkt. 5 er at tilbyderer kan betale både i aksjer, penger eller gjennom en kombinasjon av disse. Det fremheves imidlertid at det ikke er noe i veien for at det enkelte medlemsland krever at oppgjør i penger skal være et alternativ.

¹²¹ Kommentartutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 342

11 Konsekvenser av at tilbudsplikten ikke overholdes

Jeg vil her kort se på den situasjon som oppstår når oppkjøperen har foretatt et erverv som utløser tilbudsplikten, men hvor han likevel ikke kommer med et tilbud til aksjonærene. Spørsmålet blir da hva slags alternativer og eventuelle følger oppkjøperen har i vente.

Det følger indirekte av vphl. § 14-3 at brudd på bestemmelsene om tilbudsplikt i lovens fjerde kapittel, ikke medfører et straffeansvar. Dette betyr likevel ikke at utløsningen av tilbudsplikten ikke får konsekvenser.

11.1 Salg av aksjer

Dersom den tilbudspliktige ikke ønsker å fremsette et tilbud til aksjonærene, vil han etter vphl. § 4-9 kunne selge de aksjene som utløste tilbudsplikten. På denne måten vil han stilles som om grensen på 40 prosent eierskap aldri var overtrådt. Forutsetningen er at han foretar salget innen fire uker etter at plikten oppsto.

Hvis ikke aksjonæren oppfyller sin plikt til å fremme et tilbud, eventuelt selger seg ned frivillig, vil børsen kunne foreta et tvangssalg av vedkommendes aksjer etter vphl. § 4-20 (1). Dette vil være opp til børsens skjønnsmessige vurdering, jfr. ordet ”kan”.

Børsen har etter § 4-20 (2) en varslingsplikt overfor den tilbudspliktige, dersom de finner det nødvendig å foreta et tvangssalg. Dette skal gi vedkommende en mulighet til å etterkomme sine plikter.¹²² Den tilbudspliktige gis i slike tilfeller to uker til enten å gjennomføre tilbudsplikten, eller å foreta et frivillig salg av aksjene.

¹²² NOU 1996:2 s. 129

11.2 Suspensjon av organisatoriske rettigheter

Vphl. § 4-19 innebærer en suspensjon av de organisatoriske rettigheter knyttet til aksjene, dersom aksjonæren ”forsømmer” sin tilbudsplikt. Det foreligger ”forsømmelse” i lovens forstand dersom fristen for å komme med et tilbud etter § 4-10 (4) er oversittet, eventuelt hvis det ikke er foretatt nedsalg innen tidsfristen i § 4-9. Den viktigste rettigheten som her blir bundet, vil være adgangen til å benytte seg av stemmeretten.

Den tilbudspliktige kan beholde sine rettigheter dersom det er i orden for et flertall av de øvrige aksjonærer, vphl. § 4-19 i. f.

Bestemmelsen i vphl. § 4-19 må ses i sammenheng med vphl. § 4-8 (4), som setter begrensninger for utøvelsen av de organisatoriske rettighetene knyttet til aksjene i den lovlige mellomfasen.¹²³ Dette er den fireukersperioden som regnes fra tilbudsplikten har inntrådt og frem til et tilbud eller et nedsalg skal finne sted. Her vil det kun være begrensninger knyttet til de aksjene som gjør at aksjonæren har oversteget grensen for tilbudsplikt. Hvis fristen oversittes vil derimot vphl § 4-19 komme til anvendelse, noe som medfører at begrensningene gjelder samtlige aksjer i målselskapet som eies av den tilbudspliktige.¹²⁴

Forholdet mellom de to bestemmelsene ble nærmere vurdert av børsen i Vedtak og Uttalelser 2000 s. 92-93. Et spørsmål var om rådighetsbegrensningene i vphl. § 4-8 (4) kunne gis et utvidet anvendelsesområde i forhold til det tidspunkt som lovens ordlyd gir uttrykk for. I følge bestemmelsen kan suspensjonen opprettholdes ”inntil tilbud fremsettes”. Andenæs har derimot argumentert for at rådighetsbegrensningene kan eksistere helt frem til tilbudsplikten er gjennomført.¹²⁵ Andenæs sitt synspunkt er tidligere blitt kritisert av Krohn, og betraktningene fikk heller ikke gjennomslag i

¹²³ Bergo s. 260

¹²⁴ Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002. s. 402

¹²⁵ Andenæs, s. 192

børsens vurdering av forholdet.¹²⁶ Børsen fant at loven ikke kunne tolkes utvidende og at rådighetsbegrensningene knyttet til aksjene etter vphl. § 4-8 (4) heves, på det tidspunkt erververen fremmer et tilbud til de øvrige aksjonærene.

11.3 Dagmulkt

Vi finner enda en sanksjonsmulighet i vphl. § 14-1 som kan benyttes overfor en aksjonær som ikke oppfyller sin tilbudsplikt. Her er børsen gitt myndighet til å ilegge aksjonæren dagmulkt inntil pliktene ikke lenger ”forsømmes”. Dagmulkten må altså opphøre dersom den som utløste tilbudsplikten fremsetter et tilbud til de øvrige aksjonærene, eller selger seg ned under grensen etter vphl § 4-9.

¹²⁶ Krohn, s. 40

12 Litteraturliste

12.1 Lover

- 1961 Lov om sparebanker av 24. mai 1961 nr. 1 (sparebankloven)
- 1961 Lov om forretningsbanker av 24. mai 1961 nr. 2 (forretningsbankloven)
- 1967 Lov om behandlingsmåten i forvaltningssaker av 10. februar 1967 (fvl.)
- 1985 Lov om Norges bank og pengevesenet av 24.mai 1985 nr.28 (sentralbankloven)
- 1985 Lov om ansvarlig selskaper og kommandittselskaper av 21. juni 1985 nr 83 (sel.)
- 1988 Lov om forsikringsvirksomhet 10. juni 1988 nr. 39
- 1988 Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner 10. juni 1988 nr. 40
- 1997 Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45 (asal.)
- 1997 Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl.)
- 2000 Lov om børser 17. november 2000 nr. 80 (børsl.)

12.2 Litteratur

Andenæs, Mads Henry. Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Oslo, 1998

Bergo, Knut. Børs- og verdipapirrett. Oslo, 2004

Berle, A og Means, G. The Modern Corporation and Private Property. New York, 1932

Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002

Børhen, Øyvind og Ødegaard, Bernt Arne. Patterns of corporate ownership: Insight from a unique dataset. Handelshøyskolen BI. 2001. Nordic Journal of Political Economy 27, 2001, 55-86

Christiansen, Erling. Materialsamling i Børs- og Verdipapirrett. Advokatfirmaet Schjødt. Oslo, 2004

Holderman, C and Sheehan, D. Raiders or Saviors? The Evidence of Six Controversial Investors. Bell Journal of Financial Economics 14. 1985

Krohn, Mads. Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall. Tidsskrift for Forretningsjus 1/2000 årg. 6

Sandstrom. Aksjemarknadens reaksjon på større forvarv av aksjer. Stockholm, 1994

Smith, Lucy. Kampen på aksjemarkedet. Oslo, 1988

Skog, Rolf. Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule. Stockholm, 1995

Wymeersch, E. The Mandatory Bid: A critical view in European Take-overs. London, 1992

12.3 Elektroniske dokumenter

Freshfields Bruckhaus Deringer. Public takeovers in Europe. 2004.(Sist besøkt 20.04.2005) Tilgang:

<http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/publictakeovers/Europe2004.pdf>

Hjemmesiden til Oslo Børs. (Sist besøkt 20.04.2005) Tilgang:

<http://www.oslobors.no/ob/vedtak>

12.4 Forarbeider

Ot. prp. nr. 83 (1986-87)

Ot. prp. nr. 53 (1988-89)

Ot. prp. nr. 29 (1996-97) Om lov om verdipapirhandel

NOU 1996:2 Verdipapirhandel

12.5 Direktiver

Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids. (EU-direktivet)

12.6 Forskrifter

Børsforskriften av 17. januar 1994 nr 30

12.7 Vedtak og Uttalelser fra børsen

Børsklagenemndas sak av 2/1992 (Skaugen-saken)

Vedtak og Uttalelser 1999 s. 69-70

Vedtak og Uttalelser 1999 s. 73

Vedtak og Uttalelser 2000 s. 78

Vedtak og Uttalelser 2000 s.92-93

Vedtak og Uttalelser 2001 s. 86-87

Vedtak og Uttalelser 2001 s.91-93

Vedtak og Uttalelser Børsklagenemndas sak av 3/2002 s.110-113

Vedtak og Uttalelser Børsklagenemndas sak av 1/2003 s.134-136

